INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

3/2020

BANCO DE ESPAÑA
Eurosistema

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

La actividad económica global está repuntando en el tercer trimestre, tras el fuerte retroceso del segundo. El levantamiento, en la mayor parte de las áreas geográficas, del grueso de las medidas de contención frente a la pandemia está permitiendo un repunte notable del producto mundial, que, sin embargo, solo ha propiciado una recuperación parcial de las severas pérdidas de actividad que tuvieron lugar mientras las medidas estaban en vigor.

Además de su naturaleza incompleta, la recuperación presenta dos rasgos adicionales que invitan a la cautela con respecto a las perspectivas futuras. El primero de ellos es su heterogeneidad. Esta se explica, a nivel geográfico, por un conjunto de diversos factores, que incluyen el grado de severidad de las restricciones que todavía subsisten y las características estructurales de las distintas economías. Por ramas, la causa de la evolución dispar es el grado diferente de afectación de las diversas actividades productivas, más acusado en aquellos servicios en los que la interacción social desempeña un papel central. La segunda característica adicional de esta recuperación es su fragilidad, puesto que la relajación de las medidas está viniendo acompañada de un aumento de las infecciones, lo que a su vez ha comenzado a requerir, en algunos casos, la reintroducción de algunas medidas que permitan limitar la velocidad del contagio a costa de establecer ciertas limitaciones a la actividad.

La actuación a escala masiva de las políticas económicas ha logrado contener el impacto de la profunda contracción de la actividad económica sobre los agentes privados. El objetivo principal de los bancos centrales ha sido la preservación de un grado de acomodación monetaria muy elevado, a fin de impedir que los flujos de financiación de la economía sufran alteraciones y de favorecer que el coste de estos siga siendo reducido. Además, la política de comunicación de las distintas autoridades monetarias ha perseguido afianzar las expectativas de que esta orientación tan expansiva se mantendrá durante un período tan prolongado como sea preciso. La acción de la política monetaria se ha visto complementada por la de los Gobiernos, que han adoptado un amplio conjunto de medidas, entre las que destacan, por su alcance, dos de ellas. Por un lado, han otorgado garantías públicas a la financiación otorgada por las entidades crediticias a las empresas, con el fin de favorecer la viabilidad de las sociedades no financieras solventes cuya situación de liquidez se haya visto afectada por la crisis. Por otro lado, han promovido programas de ajuste temporal del empleo para que las empresas redujeran sus costes de personal en el período en el que apenas pudieron operar y para que las relaciones laborales puedan ser reanudadas una vez retiradas las medidas que restringen la actividad y la movilidad personal.

Cuadro 1

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

			2019				2020			
	2018	2019	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	
Contabilidad Nacional									ESC. 1	ESC. 2
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria										
Producto interior bruto	2,4	2,0	0,6	0,4	0,4	0,4	-5,2	-18,5	16,6	13,0
Contribución de la demanda nacional (b)	2,6	1,5	0,5	0,0	0,8	-0,1	-4,4	-16,1	22,7	19,2
Contribución de la demanda exterior neta (b)	-0,3	0,5	0,1	0,4	-0,4	0,5	-0,8	-2,3	3,1	1,2
Tasas de variación interanual										
Empleo: horas trabajadas	2,6	1,5	2,5	1,3	0,8	1,4	-4,2	-24,8	-10,5	-12,9
Indicadores de precios										
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	1,7	0,8	1,1	1,1	0,4	0,5	0,7	-0,6	-0,6	-0,6
Índice armonizado de precios de consumo, sin energía ni alimentos	1,0	1,1	0,8	1,2	1,2	1,1	1,2	0,9	0,2	0,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 10 de septiembre de 2020. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España en los escenarios 1 y 2.
b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

El repunte de la actividad y el continuado soporte de las políticas económicas han dado pie, a lo largo del verano, a un aumento del apetito por el riesgo en los mercados financieros. Esto se ha materializado en alzas en los índices bursátiles, reducciones de los diferenciales soberanos y corporativos, incrementos en los precios del petróleo y otras materias primas, y depreciación del dólar frente a otras monedas (en particular, frente al euro). Este último desarrollo habría venido explicado, además, probablemente, por otros dos factores adicionales. En primer lugar, la relajación monetaria en Estados Unidos habría sido mayor, en términos relativos, que la del área del euro, en consonancia con el mayor margen existente para ello con anterioridad al advenimiento de la pandemia. En segundo lugar, más recientemente, el tipo de cambio del euro se habría visto impulsado por el acuerdo en torno al programa de recuperación europeo Next Generation EU (NGEU), que habría ayudado a reducir la percepción de que el Covid-19 pudiera dañar la cohesión de la UEM al impactar de forma dispar y duradera sobre los distintos países que la integran.

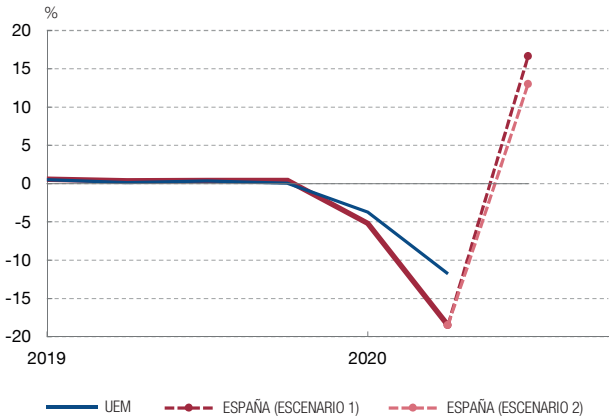
Las proyecciones más recientes de los expertos del BCE subrayan el carácter incompleto de la actual recuperación de la actividad del área. En el escenario central se proyecta una prolongación en los próximos trimestres de la mejoría observada desde mayo, bajo el supuesto de que la situación epidemiológica no empeora en los próximos trimestres, lo que permitirá que el impacto adverso de la epidemia sobre la actividad descienda gradualmente. No obstante, el nivel del PIB de la eurozona se situaría, a finales de 2022, todavía algo menos de 4 puntos

Gráfico 1

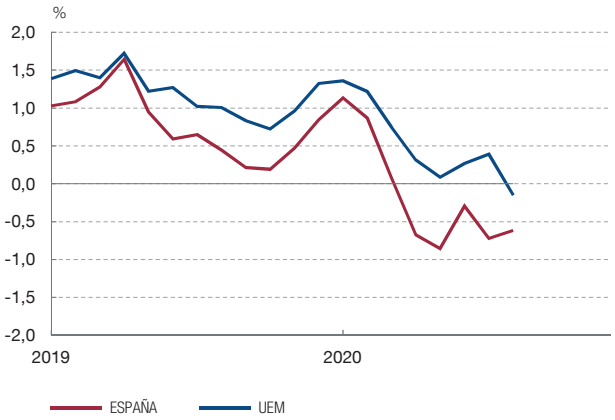
RECUPERACIÓN PARCIAL DE LA ACTIVIDAD TRAS EL LEVANTAMIENTO DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN DE LA PANDEMIA (a)

El repunte gradual de la actividad que se inició a lo largo del período de desescalada habría dado lugar a un crecimiento significativo del PIB en el tercer trimestre, que, no obstante, aún no permitirá recuperar los niveles previos a la pandemia y, además, habría mostrado indicios de debilitamiento a medida que transcurría el verano. En el ámbito de los precios de consumo, la inflación subyacente ha mostrado una desaceleración significativa, que ha afectado con particular intensidad a las ramas de servicios más perjudicadas por el Covid-19.

1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO (b)



2 ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO



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 el de los índices de precios de consumo.
b Los datos del tercer trimestre son proyecciones del Banco de España.

DESCARGAR

porcentuales (pp) por debajo del que se hubiera observado según las proyecciones de diciembre del pasado año —las últimas antes de la irrupción del Covid-19—. Dado el excepcional grado de incertidumbre acerca de los desarrollos futuros en relación con la pandemia, este escenario central ha sido acompañado de un escenario alternativo más favorable, en el que, al final del horizonte temporal considerado, el PIB del área sería ligeramente mayor que el que se contemplaba en diciembre de 2019, y de otro más adverso, en el que esa brecha sería negativa en unos 9 pp.

En España, como en muchas otras economías, el levantamiento de la mayor parte de las medidas de contención ha llevado a una recuperación rápida, pero parcial, del nivel de actividad. La mejora observada desde mayo podría llevar a que, en tasa intertrimestral, el PIB de la economía española creciera entre un 13 % y un 16,6 % en el tercer trimestre. Sin embargo, los niveles alcanzados de actividad serían todavía, en este período, 12,3 pp y 9,5 pp, respectivamente, más reducidos que los del mismo período del año anterior. En cualquier caso, estas cifras están rodeadas de una elevada incertidumbre, dadas las dificultades para interpretar la información coyuntural ya disponible, la práctica inexistencia de información referida a los indicadores económicos más convencionales relativa a agosto y la falta de más de una quincena para completar el trimestre.

En realidad, la mejoría más intensa del producto de la economía se produjo, aproximadamente, en la última mitad del segundo trimestre. La evolución observada de los indicadores de alta frecuencia en ese período es coherente con la relajación progresiva de las medidas de contención emprendida entre comienzos de mayo y el 21 de junio, cuando comenzó la fase de «nueva normalidad». El perfil creciente de la actividad a lo largo del segundo trimestre no impidió que la caída del PIB fuera muy pronunciada en su conjunto —del 18,5 % en tasa intertrimestral—, dada la intensidad de las pérdidas de producción durante el período de confinamiento y, especialmente, en el mes de abril, punto álgido de las restricciones asociadas al estado de alarma. A finales de junio, se estima que el nivel de actividad podría haber sido en torno a un 10 % inferior al del mismo período de 2019.

A lo largo del tercer trimestre han ido surgiendo señales que apuntan a una cierta pérdida de empuje de la gradual mejoría del producto de la economía. Puesto que la principal causa de la recesión fueron las medidas de contención, es lógico que, una vez levantado el grueso de estas (lo que ocurrió, como se ha indicado, a finales de junio), el ritmo de obtención de ganancias adicionales comenzara a ser sustancialmente menor. Ahora bien, un conjunto de indicadores de alta frecuencia parece señalar que, más que haberse aminorado, los avances añadidos, en algún caso, habrían dejado de producirse. Así, por ejemplo, los indicadores de movilidad elaborados por Google y Apple, que experimentaron una mejora continuada entre mediados de abril y mediados de julio, han tendido a estabilizarse desde entonces, e incluso a disminuir en algunos casos[1]. Desde el inicio del confinamiento, estos indicadores han mostrado niveles menores de movilidad y actividad en España que en las otras tres grandes economías del área del euro (ya sea porque las restricciones impuestas fueron más estrictas en España o porque los individuos decidieron reducir sus movimientos en mayor medida, a la luz de la mayor severidad de la pandemia). Pero, además, desde mediados de julio esa brecha ha tendido a aumentar. De modo análogo, han cesado las disminuciones de las caídas interanuales en distintos indicadores adicionales de movilidad, que aproximan el tráfico aéreo y por carretera.

Esta aparente ralentización de la senda de recuperación de la actividad ha coincidido con un resurgimiento de los contagios por el Covid-19. A principios de julio comenzaron a repuntar las cifras de nuevos casos, proceso que no ha dejado de intensificarse con posterioridad. En comparación internacional, España presenta, a fecha 10 de septiembre, un número de nuevos contagios notablemente superior al de las principales economías europeas. El deterioro de la situación a lo largo del verano subraya la importancia, desde la doble perspectiva de la salud pública y de la evolución de la economía, de mejorar de forma continuada los

1 El indicador de Google mide el tiempo que los portadores de teléfonos móviles pasan en distintas categorías de lugares (trabajo, comercio minorista, ocio); el de Apple mide la duración de los desplazamientos bajo distintas modalidades.

mecanismos existentes para la detección de nuevos contagios y para el aislamiento y rastreo de contactos de las personas infectadas.

El empeoramiento de la situación epidemiológica ha llevado al reforzamiento de algunas medidas de distanciamiento social. Las nuevas restricciones han tenido, por el momento, un carácter limitado, desde el punto de vista tanto de las actividades afectadas como de su ámbito geográfico, centrándose fundamentalmente en algunas actividades de ocio. No obstante, estas limitaciones han tendido probablemente a ahondar en el carácter desigual de la recuperación en ambas dimensiones —la sectorial y la geográfica—. Y, sobre todo, habrían tenido un impacto negativo sobre el sector turístico en el período estival, que es el de mayor actividad para ese sector en nuestro país.

Las autoridades de numerosos países emisores de turistas, que incluyen los principales mercados europeos, han dado a conocer medidas que desincentivan los viajes a España de sus ciudadanos. Las medidas han adoptado formas diversas, como la emisión de recomendaciones que desaconsejan visitar nuestro país o la obligación de guardar cuarentena al regreso. Las fronteras exteriores permanecieron cerradas hasta finales de junio, lo que hizo que los flujos turísticos fueran prácticamente nulos desde la declaración del estado de alarma hasta entonces. En julio, primer mes completo de la «nueva normalidad», abrió solo el 70 % de los establecimientos hoteleros que lo habían hecho en el mismo mes del año anterior y solo se cubrió una tercera parte de las plazas ofertadas. Además, el número total de pernoctaciones en hoteles descendió casi un 75 % interanual, y la caída fue mayor —un 86 %— en el caso de las de viajeros extranjeros. En agosto, la evolución de la actividad turística habría seguido siendo desfavorable, a tenor de los elevados niveles de cancelaciones de reservas previas, la intensificación de los descensos interanuales en las llegadas de pasajeros internacionales a los aeropuertos españoles y la interrupción de la relativa mejora observada en julio en la evolución del gasto pagado con tarjetas cuyo emisor es no residente.

El impacto de la crisis sobre la utilización del factor trabajo está siendo muy severo. Más allá de la pérdida neta de empleo, la disminución en el uso del factor trabajo se ha materializado, en gran parte, bajo la forma del recurso a los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). La serie de afiliación efectiva, construida descontando de las cifras de afiliados a la Seguridad Social los trabajadores en situación de ERTE, mostraba todavía, con datos medios mensuales, un descenso del 7,4 % en agosto, en tasa interanual, a pesar de la recuperación observada desde junio. La heterogeneidad es muy elevada por ramas productivas, de modo que los retrocesos son particularmente acusados en las actividades más afectadas por las medidas de distanciamiento social, como la hostelería[2].

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

Las perspectivas de la economía española están rodeadas de una elevada incertidumbre, ligada fundamentalmente al curso de la pandemia. Para reflejar esa incertidumbre, se han construido escenarios alternativos, en función de los supuestos realizados acerca de la evolución de la situación epidemiológica. El recuadro 1 de este Informe presenta dos escenarios, que difieren entre sí incluso en el corto plazo, en la medida en que la información disponible referida al tercer trimestre es por el momento limitada y, en particular, no permite evaluar con precisión la incidencia sobre la actividad del reciente repunte de la cifra de infecciones. En concreto, el crecimiento del PIB proyectado en el tercer trimestre bajo los escenarios 1 y 2 es, respectivamente, del 16,6 % y del 13 %, esto es, los intervalos superior e inferior del intervalo de tasas intertrimestrales que se ha mencionado con anterioridad. Más allá del corto plazo, el escenario 1 considera, en comparación con el escenario 2, que los rebrotes requerirán medidas de contención más limitadas, en cuanto a su intensidad y a las ramas productivas afectadas directamente, que se circunscribirían a las relacionadas con el ocio y la hostelería. Por consiguiente, los efectos adversos sobre la producción y el empleo tendrían también una magnitud menor, no solo como consecuencia de la menor severidad de las restricciones a la actividad, sino también por el menor impacto que el grado de incertidumbre más reducido comportaría para las decisiones de gasto de familias y empresas. En todo caso, bajo uno y otro escenario se asume que, a partir de mediados de 2021, desaparecerá la necesidad de mantener medidas de contención de la pandemia, una vez se haya hecho extensiva al conjunto de la población una solución médica efectiva frente a aquella.

La caída del PIB español en 2020 sería muy elevada bajo cualquiera de los dos escenarios. En media del año, el retroceso ascendería, respectivamente, al –10,5 % y al –12,6 % en los escenarios 1 y 2. Al final de 2022, el nivel del PIB se situaría unos 6,5 pp por debajo del nivel que se proyectaba en diciembre de 2019 en el escenario 1, brecha que se ampliaría hasta a 10 pp en el escenario 2, lo que pone de relieve la persistencia de las consecuencias de la crisis.

Ambos escenarios prevén que la inflación mantenga ritmos de avance moderados a lo largo del horizonte de proyección. La inflación subyacente ha experimentado una notable desaceleración tras el Covid-19, aunque esta no ha sido plenamente visible hasta que el fin del confinamiento permitió la recogida directa de información acerca de los precios de los bienes y servicios que no estuvieron disponibles durante aquel. En el futuro, la persistencia de un elevado grado de holgura cíclica dará lugar a que la inflación de los bienes industriales no energéticos y de los servicios siga mostrando tasas relativamente reducidas, aunque crecientes, hasta el final de 2022.

No puede descartarse que se materialicen escenarios más desfavorables que los dos que se han considerado. En primer lugar, la evolución de la pandemia en España en los meses de verano subraya las dificultades para conciliar el control

de las cifras de contagios con el uso exclusivo de medidas voluntarias para combatir la expansión de la enfermedad, lo que sugiere la existencia del riesgo de que sea necesario recurrir a medidas de contención más severas incluso que las consideradas en el escenario 2. En segundo lugar, la incertidumbre acerca del plazo necesario para el descubrimiento y distribución generalizada de una vacuna efectiva y segura es, en estos momentos, elevada. Por último, cabe la posibilidad de que los daños que la pandemia pueda causar a medio y largo plazo, como consecuencia de la destrucción de tejido productivo, sean más profundos que los considerados en el escenario más desfavorable de los dos que se han dibujado. A estos elementos de riesgo derivados de la pandemia se añaden otros procedentes del entorno exterior, como son la posibilidad de que el *brexit* pueda culminar sin un acuerdo entre el Reino Unido y la UE, y la eventual intensificación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China.

En sentido contrario, los recursos que España podría recibir del fondo europeo de recuperación NGEU suponen una oportunidad para mejorar significativamente las perspectivas de nuestra economía, especialmente en la segunda mitad del horizonte de proyección. El fondo europeo tiene como objetivo paliar las divergencias entre los distintos países europeos en términos del impacto de la crisis. En este sentido, España sería uno de los Estados miembros más beneficiados, dadas la severidad comparativamente mayor del impacto del Covid-19 sobre nuestra economía hasta la fecha y la probabilidad elevada de que las secuelas tengan un carácter más persistente. Ahora bien, el elevado volumen de recursos que se pondrá a disposición del Estado español plantea el enorme reto del diseño de un conjunto articulado de proyectos orientados a favorecer el crecimiento de largo plazo y, en particular, a mejorar el capital humano y tecnológico de nuestro país.

Recuadro 1

ESCENARIOS MACROECONÓMICOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2020-2022)

Descripción de los escenarios

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

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

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

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

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

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

---

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

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

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

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

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

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

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

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

El escenario 2 contempla una mayor intensidad de los nuevos brotes de la pandemia, que, sin embargo, no llegarían a precisar de la aplicación de medidas de contención tan estrictas y generalizadas como las que estuvieron en vigor antes del inicio de la desescalada, pero sí de limitaciones que, además de perjudicar con mayor intensidad a la actividad de las ramas de servicios en las que la interacción social desempeña un papel más importante, afectarán también de forma directa a otras ramas productivas. El resultado es un impacto contractivo de la crisis sanitaria sobre la producción más agudo y persistente que el contemplado en el escenario 1, no solo por los efectos de las restricciones a la actividad, sino también por el mayor lastre que, para las decisiones de gasto de familias y empresas, supone el grado de incertidumbre más elevado acerca de la evolución de la pandemia.

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

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

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

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

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

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

Cabe señalar que estos escenarios no incorporan los efectos del programa europeo de recuperación *Next Generation EU* (NGEU), que podrían llegar a ser potencialmente relevantes en función del sentido en el que se despejen algunos de los interrogantes sobre su ejecución práctica. Precisamente, la falta de definición de los detalles de la aplicación del programa hace que esos efectos estén, en estos momentos, rodeados de una incertidumbre muy elevada, en términos tanto de su magnitud como de su distribución temporal, lo que ha aconsejado que no se incluyan en los dos escenarios que se presentan en este recuadro[7].

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

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

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

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

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

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

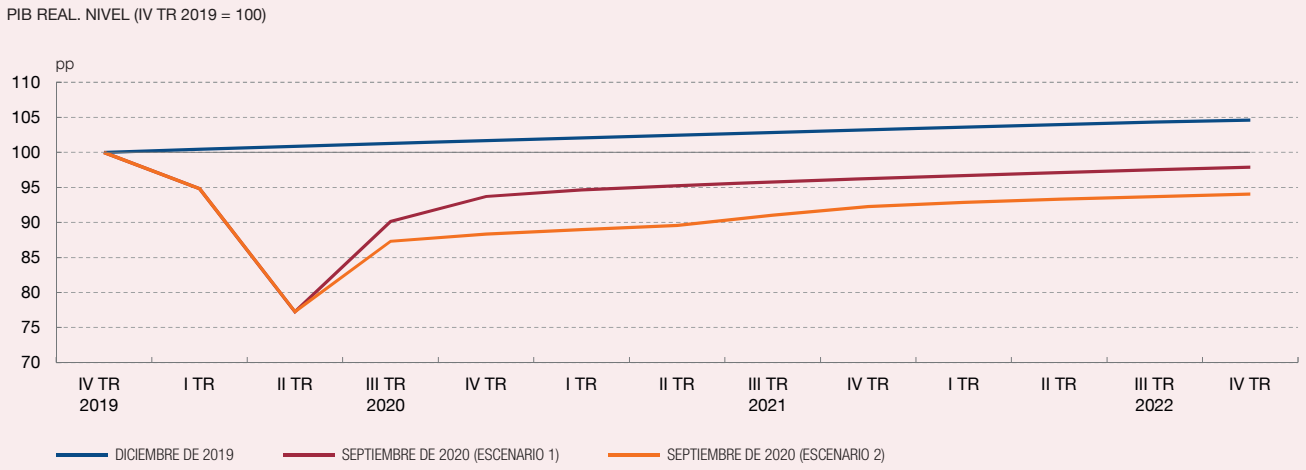
Tasas de variación anual sobre el volumen y el porcentaje del PIB

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

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

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

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DEL PIB EN LOS DIFERENTES ESCENARIOS



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

Con respecto al escenario RG de junio, la caída interanual del PIB del segundo trimestre fue menor, lo que proporciona un punto de partida más favorable. Ahora bien, como resultado de la información conocida del tercer trimestre, la mejora de la tasa interanual es menor de lo que se esperaba en junio[10]. Esto es, entre el segundo y el tercer trimestre de este año, la pendiente de la línea azul continua del gráfico (escenario RG) es mayor que la de las líneas rojas discontinua y continua (escenarios 1 y 2 actuales, respectivamente). Como resultado, la tasa interanual proyectada en junio en el escenario RG en el tercer trimestre (–11,2%) queda ahora comprendida dentro del intervalo definido por los dos escenarios actuales (–9,5% y –12,3%, respectivamente).

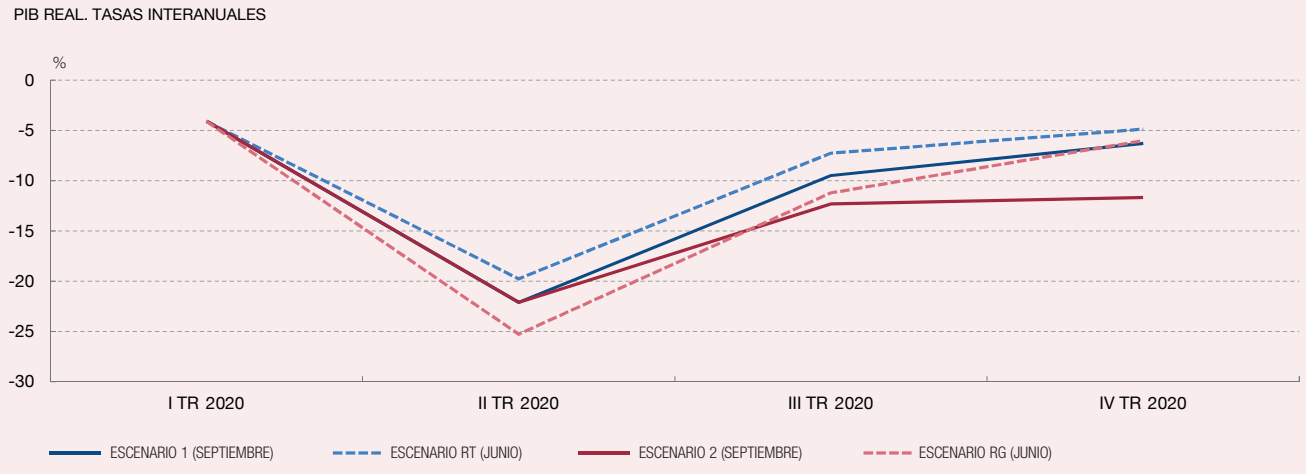
Para el cuarto trimestre, de nuevo la mejora de la tasa interanual proyectada en los dos escenarios actuales es menor que la del escenario RG de junio, dado el empeoramiento reciente de las perspectivas. El resultado es que la pérdida interanual de producción en el cuarto trimestre en el escenario actual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

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

Evolución de los principales agregados

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

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



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

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

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

La inversión en vivienda ha acusado de modo significativo el impacto del Covid-19 por diversas vías. Por un lado, el confinamiento introdujo, entre marzo y junio, limitaciones tanto a la actividad de las ramas de la construcción como a las operaciones de compraventa. Por otro lado, la demanda de vivienda se habría visto afectada, de manera más duradera, por el aumento de la incertidumbre y, en particular, por el debilitamiento de las expectativas de renta futura de los hogares como consecuencia del deterioro de las perspectivas del mercado de trabajo. En la segunda mitad del año se espera un incremento de la inversión en vivienda asociado a la progresiva normalización de las cifras de compraventas e iniciaciones de vivienda, una vez levantadas las restricciones a la movilidad, así como a la materialización de algunas decisiones de compra postergadas por el confinamiento. No obstante, la recuperación será incompleta, particularmente mientras persista el actual contexto de incertidumbre.

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

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

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

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

La pandemia está teniendo un impacto muy importante sobre el mercado laboral y, en especial, sobre la ocupación en las ramas productivas más afectadas por las medidas de distanciamiento social. La destrucción de puestos de trabajo se ha visto amortiguada por el elevado recurso a los ERTE y al cese de actividad de los trabajadores autónomos, por lo que el volumen total de horas trabajadas constituye una variable más apropiada que el número de personas ocupadas para proporcionar una imagen fiel de la evolución de la utilización de este factor productivo y proyectar su evolución en el futuro. En el segundo trimestre, las horas trabajadas se contrajeron con mayor intensidad que el número de ocupados, dado que muchos de ellos continuaron siendo contabilizados como tales, pero trabajaron un número muy inferior de horas o incluso ninguna. Esta evolución habría revertido con posterioridad, a medida que una proporción creciente de trabajadores ha ido retornando a un patrón laboral de normalidad. El inicio de la recuperación, a partir del tercer trimestre[11], de la cifra total de horas trabajadas no impedirá que, en el promedio de 2020, esta variable experimente un descenso pronunciado, que ascendería al –11,9 % y al –14,1 %, respectivamente, en los escenarios 1 y 2. El repunte de las horas trabajadas proseguiría a lo largo del resto del horizonte de proyección, a pesar de lo cual, al final de 2022, el número de horas trabajadas totales sería aún un 4,5 % y un 8,3 % inferior al previo al Covid-19 en los escenarios 1 y 2, respectivamente.

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

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

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

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

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

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

Con posterioridad, la inflación subyacente seguiría experimentando tasas de variación muy moderadas, aunque crecientes, en un contexto de recuperación lenta y gradual de la demanda. Esta recuperación no será homogénea por actividades productivas. En particular, su naturaleza más tardía e incompleta en las ramas de hostelería y ocio dará pie, previsiblemente, a que la inflación en esos servicios se mantenga en cotas muy moderadas hasta la parte final del horizonte de proyección. En todo caso, el grado de holgura cíclica continuará siendo muy elevado en ambos escenarios, lo que hace que la senda de la inflación subyacente en el conjunto del período objeto de análisis no difiera significativamente entre ellos. En concreto, la tasa de variación del IAPC, excluidos alimentos y energía, sería del 0,7 % y el 0,6 %, en el promedio de 2020, en cada uno de los dos escenarios, antes de repuntar modestamente hasta el 1 % y el 0,8 %, respectivamente, en 2022.

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

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

Riesgos en torno a los escenarios presentados

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

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

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

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

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

La segunda gran fuente de incertidumbre está asociada a la magnitud de las consecuencias económicas de la pandemia. Como es obvio, esta fuente de riesgo no es independiente de la propia evolución de la enfermedad, de modo que una mayor intensidad y duración de las medidas de contención daría lugar a daños más profundos en el tejido productivo. Ahora bien, en cada uno de los dos escenarios epidemiológicos que se han trazado resulta incierto en qué medida las actuaciones de política económica que se han desarrollado lograrán evitar que esos daños duraderos se produzcan. En particular, cabe la posibilidad de que el elevado endeudamiento en el que, como consecuencia de la caída de ingresos provocada por la pandemia, han incurrido muchas sociedades no financieras derive, en un futuro, en mayores niveles de insolvencia empresarial. A su vez, un elevado volumen de quiebras empresariales originaría un aumento de la morosidad crediticia, con implicaciones adversas para la capacidad de intermediación de las entidades financieras. Adicionalmente, el notable aumento del endeudamiento público en el que las AAPP han tenido que incurrir como consecuencia de la pandemia podría, en determinadas circunstancias, afectar a la capacidad de crecimiento futuro de la actividad.

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

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

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

ANEJO 1
Supuestos sobre los que descansan las proyecciones

En comparación con las proyecciones de junio, varios son los supuestos sobre los que se condicionan las previsiones en los que se registran cambios relevantes. Cabe destacar la significativa apreciación del euro, tanto frente al dólar como en términos efectivos nominales (véase cuadro 2). Las razones que explican esta evolución, en particular frente a la divisa norteamericana, son diversas. En primer lugar, la disminución de la percepción de riesgo ha podido favorecer la salida de una parte de los flujos de capital que se refugiaron en el dólar en el período de mayor intensidad de la pandemia. Además, también habría podido contribuir a esta evolución el tono relativo de las políticas monetarias en Estados Unidos y el área del euro, en un contexto en que la Reserva Federal pudo afrontar la crisis con un mayor margen de maniobra. Por último, en el período más reciente la fortaleza del euro ha podido verse alentada por el acuerdo alcanzado a finales de julio en el Consejo Europeo acerca del programa NGEU, que habría reforzado las perspectivas macroeconómicas del área del euro y la solidez institucional de este proyecto común[14].

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

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

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

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

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

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

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

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

En los últimos meses, el precio del petróleo ha registrado un significativo aumento tanto en los mercados de contado como en los de futuros. Ello es consecuencia del incremento de la demanda resultante de la mejora de las perspectivas económicas globales y de los recortes en la producción acordados por la OPEP en mayo. En los mercados de deuda pública se contempla una disminución del rendimiento del bono español a diez años de 0,1 pp a lo largo de todo el horizonte de proyección. Por su parte, la senda de tipos de interés en el mercado interbancario permanece inalterada.

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

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

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

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

15 Real Decreto-ley 22/2020, de 16 de junio.
16 Real Decreto-ley 25/2020, de 3 de julio.
17 Real Decreto-ley 20/2020, de 29 de mayo.

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

El tono de la política fiscal será claramente expansivo en 2020, a tenor de, por un lado, la información conocida, incluidas las medidas adoptadas y los distintos supuestos empleados con respecto al conjunto de variables presupuestarias, y, por otro, la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas.

Recuadro 2

LA REVISIÓN DE LA ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA DE LA RESERVA FEDERAL: ASPECTOS PRINCIPALES E IMPACTO SOBRE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 15 de septiembre

A lo largo de 2019 y la primera mitad de 2020, la Reserva Federal (Fed) realizó la primera revisión pública y en profundidad del marco de la política monetaria —estrategia, herramientas y prácticas de comunicación— que aplica para cumplir su mandato dual de pleno empleo y estabilidad de precios (interpretado este último como un objetivo de inflación del 2 % anual). De acuerdo con la Fed, entre los motivos que han propiciado esta revisión de la estrategia destacan dos transformaciones estructurales que han tenido lugar en los últimos años. Por un lado, el aplanamiento de la curva de Phillips, es decir, la menor sensibilidad de los precios al grado de holgura de la economía, que debilita el vínculo entre inflación y desempleo[1]. Por otro lado, el descenso del tipo de interés natural[2], derivado de cambios estructurales como el envejecimiento poblacional y el bajo crecimiento de la productividad, que hace más probables los episodios en los que el recorrido a la baja de los tipos de interés en recesiones se ve limitado por la existencia de un límite inferior efectivo (ELB, por sus siglas en inglés).

La revisión del marco de política monetaria de la Fed se articuló en tres pilares. Primero, se discutieron posibles modificaciones de la estrategia de política monetaria que la hicieran más robusta al problema del ELB de los tipos de interés. Segundo, se analizó la efectividad de los instrumentos no convencionales empleados desde la crisis financiera global de 2008 (fundamentalmente, los programas de compra a gran escala de activos y las políticas de orientación de expectativas —*forward guidance*—), comparándola, además, con la experiencia internacional de otras medidas no convencionales. Tercero, se evaluaron la política de comunicación y las innovaciones introducidas en la última década.

El 27 de agosto, el presidente de la Fed, Jerome Powell, comunicó, en la reunión anual sobre política monetaria que organiza el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, las conclusiones del primer pilar, es decir, de la revisión de la estrategia de política monetaria. Estas conclusions se incorporaron en el documento *Statement on longer run goals and monetary policy strategy*[3]. En primer lugar, se adopta un objetivo de inflación promedio *(average inflation targeting),* en el que se persigue que la inflación registre un 2 % en promedio a lo largo del tiempo. La Fed adquiere el compromiso de que, tras un período en el que la inflación se mantenga persistentemente por debajo del 2 %, se promoverán temporalmente tasas de inflación moderadamente por encima de este umbral. El nuevo objetivo de inflación ha sido calificado como flexible, en cuanto que no se ha explicitado un sistema único y específico para determinar el cómputo del promedio de inflación, restando por concretar aspectos clave, como el período temporal para el cálculo del promedio o el orden de magnitud de las desviaciones de la inflación que se tolerarán. Por lo tanto, la Fed ha modificado su estrategia de política monetaria en línea con las propuestas[4] que abogan por estrategias compensatorias *(makeup strategies),* según las cuales se compensarían (de ahí su nombre) períodos con la inflación persistentemente por debajo del objetivo, como en la actualidad, con un período posterior en el que se mantenga una política monetaria acomodaticia de forma prolongada para proporcionar estímulo monetario que eleve las tasas de inflación por encima de aquel.

La mayor incidencia de episodios en los que se alcance el ELB de los tipos de interés supone un riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación, ya que, si la inflación permaneciera persistentemente por debajo del 2 %, el descenso de su media podría llevar a una revisión a la baja de las expectativas de inflación por parte de los agentes económicos y a menores tasas de inflación observadas, pues estas últimas incorporan las propias expectativas de inflación. En un contexto en el que el espacio disponible para reducir los tipos de interés está restringido por la cota inferior de estos, el desanclaje de

1 J. Powell (2020), «New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review», presentado en la conferencia *Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy,* Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 de agosto.

2 El tipo de interés natural o neutral se define como aquel que prevalecería en un escenario de equilibrio en el que los precios y los salarios fueran perfectamente flexibles. Su relevancia para la política monetaria se deriva del hecho de que, cuando el tipo de interés real se sitúa por debajo de su nivel natural, se promueve un exceso de demanda agregada que genera presiones inflacionistas (lo contrario sucede cuando el tipo real se sitúa por encima del natural).

3 El *Statement on longer-run goals and monetary policy strategy* es el documento formal que describe cómo interpreta el banco central estadounidense su mandato dual y el marco que utiliza para la toma de decisiones. Fue introducido en enero de 2012. Las modificaciones del *Statement* del 27 de agosto fueron aprobadas por unanimidad por el Comité de Política Monetaria (FOMC, por sus siglas en inglés).

4 Un resumen de las diferentes propuestas discutidas en la revisión de la estrategia de la Reserva Federal puede encontrarse en S. Párraga, P. del Río y J. L. Vega (2019), «La revisión del marco de política monetaria de la Reserva Federal», Artículos Analíticos, *Boletín Económico,* 4/2019, Banco de España. Véase también el *Informe Anual 2018* del Banco de España.

las expectativas de inflación, por tanto, puede presionar al alza los tipos de interés reales (definidos como la diferencia entre el tipo de interés nominal y la inflación esperada), reduciendo así la capacidad de estimular la demanda agregada y los precios a través de la política monetaria.

El nuevo objetivo de inflación promediada adoptado por la Fed tolera que la inflación se sitúe temporalmente en niveles ligeramente superiores al 2 % para mantener la inflación media en el objetivo, lo que persigue reducir el riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación y la consiguiente pérdida de margen de estímulo de la política monetaria. No obstante, algunos análisis cuantitativos con modelos dinámicos de equilibrio general advierten de que este tipo de estrategias compensatorias pueden llegar a generar un aumento excesivo de la inflación en el medio plazo, sobre todo si los agentes tienen expectativas adaptativas o la credibilidad del banco central es imperfecta[5]. La Fed intenta mitigar este problema remarcando que se promoverán tasas de inflación solo moderadamente por encima del 2 % y de forma temporal.

Respecto al objetivo de pleno empleo, la Fed también ha cambiado su formulación para enfatizar que este debe ser generalizado e inclusivo. La nueva definición resalta la importancia que el acceso al mercado laboral tiene especialmente para los colectivos más desfavorecidos, y cómo la participación de estos grupos en el mercado de trabajo se ve favorecida por tasas de desempleo bajas a nivel agregado[6]. Ante la reciente evidencia de que elevadas tasas de empleo no se traducen en marcadas presiones inflacionistas, aun cuando la economía tiene poca holgura y las tasas de desempleo son muy bajas, la Fed se compromete a no subir los tipos de interés o a retirar el estímulo monetario mientras la inflación siga siendo moderada, siempre y cuando no aparezcan otros riesgos que comprometan la consecución de sus objetivos. En concreto, a partir de esta revisión, la Fed señala que evaluará los «déficits» *(shortfalls* en inglés) respecto a su objetivo de pleno empleo, en lugar de las «desviaciones», como estaba descrito anteriormente.

Otras modificaciones destacables recogidas en el nuevo *Statement* incluyen la confirmación del tipo de interés de los fondos federales como herramienta principal de política monetaria y el compromiso de adaptar la estrategia de política monetaria y sus objetivos de largo plazo cada año. Por último, y siguiendo el ejemplo de otros bancos centrales[7], la Fed realizará revisiones exhaustivas del marco de política monetaria de forma recurrente cada cinco años.

A continuación, se realiza un análisis del impacto en los mercados financieros del anuncio de esta revisión de la estrategia de la Fed, utilizando para ello una metodología de «estudio de evento». Esta metodología se basa en el cálculo de la variación de los indicadores financieros de interés en una estrecha ventana de tiempo en torno al evento en cuestión, con el objetivo de aislar el impacto de dicho evento del causado por otros factores, como noticias económicas o, en el contexto actual, epidemiológicas. Estos estudios son habituales en la evaluación de los anuncios de política monetaria por parte de los bancos centrales, como los que afectan a sus programas de compra de activos o a sus tipos de interés de referencia[8].

En este caso, la intervención del presidente Powell, en la que, como se ha mencionado anteriormente, anunció las conclusiones del primer pilar de la revisión de la estrategia de política monetaria, comenzó a las 15.10 h (hora de España) del 27 de agosto, y en ese mismo momento se publicó un comunicado de prensa con el contenido de la nueva estrategia. Por tanto, el inicio de la ventana de tiempo en este ejercicio se fija en las 15.00 h (hora española). Por su parte, el final de la ventana temporal se fija en el cierre de sesión de cada mercado el mismo día 27 de agosto. La amplitud de la ventana elegida representa un equilibrio razonable entre dos condicionantes. Por un lado, la necesidad de establecer ventanas lo más estrechas

5 Véase, por ejemplo, B. S. Bernanke, M. T. Kiley y J. M. Roberts (2019), «Monetary Policy Strategies for a Low-Rate Environment», American Economic Association – Papers and Proceedings, vol. 109, pp. 421-426.

6 S. Aaronson, M. C. Daly, W. L. Wascher y D. W. Wilcox (2019), *Okun revisited: who benefits most from a strong economy,* Finance and Economics Discussion Series 2019-072, Board of Governors of the Federal Reserve System.

7 El Banco de Canadá, por ejemplo, realiza cada cinco años revisiones de su marco de objetivos de inflación. El propio Banco Central Europeo (BCE) realizó en 2003 un proceso de revisión de su estrategia, tras cinco años de experiencia desde la introducción del euro y la política monetaria común, y en enero de 2020 inició una nueva revisión que espera concluir a mediados de 2021.

8 Para el caso de Estados Unidos, véase, por ejemplo, J. Gagnon, M. Raski, J. Remache y B. Sack (2011), «The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases», *International Journal of Central Banking,* vol. 7(1), pp. 3-43. Para el caso del área del euro, véanse C. Altavilla, G. Carboni y R. Motto (2015), *Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area,* ECB Working Paper Series 1864, y M. Ampudia y S. van den Heuvel (2018), «Monetary Policy and Bank Equity Values in a Time of Low Interest Rates», ECB Working Paper Series 2199.

posibles en torno al evento analizado para evitar la influencia de otros factores sobre los indicadores financieros de interés. Por otro lado, el hecho de que, ante un anuncio de estas características sobre una cuestión tan compleja como un cambio en la estrategia de política monetaria, los inversores pueden haber necesitado para procesar sus implicaciones en términos de las valoraciones de mercado más tiempo del que es habitual en el caso de anuncios de medidas concretas de política monetaria[9].

El gráfico 1 muestra la evolución intradía de la rentabilidad de la deuda soberana americana a distintos plazos (normalizada a cero a las 15.00 h). Tras una caída inicial de corta duración, la rentabilidad de los bonos del Tesoro americano se incrementó de modo sustancial durante el resto de la sesión, principalmente en el caso de los vencimientos más largos. Este incremento de la rentabilidad estaría condicionado por el aumento de la prima de riesgo por inflación, algo que sería coherente

Gráfico 1
EEUU. TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA
(NORMALIZADO AL 0 A LAS 15.00 H)

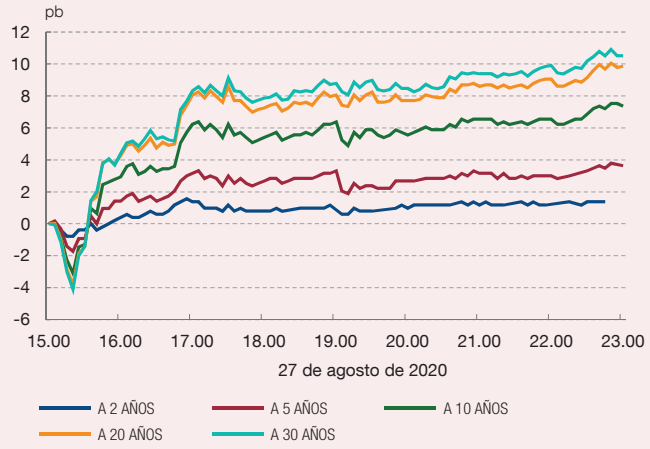


Gráfico 2
EEUU. TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA. VARIACIÓN DESDE LAS 15.00 H DEL 27 DE AGOSTO HASTA EL CIERRE

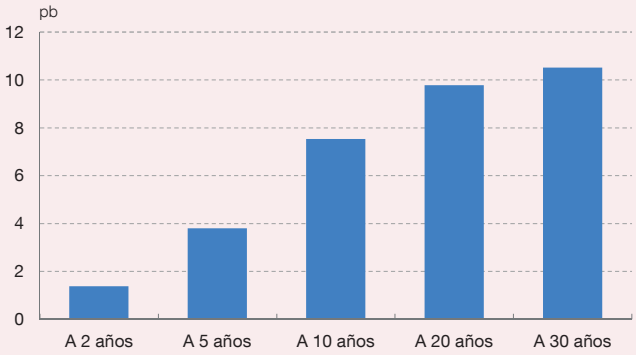


Gráfico 3
EEUU. *SWAPS* DE INFLACIÓN. VARIACIÓN DESDE LAS 15.00 H DEL 27 DE AGOSTO HASTA EL CIERRE

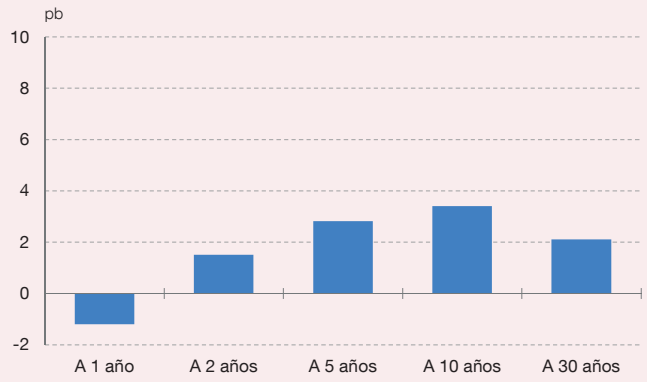
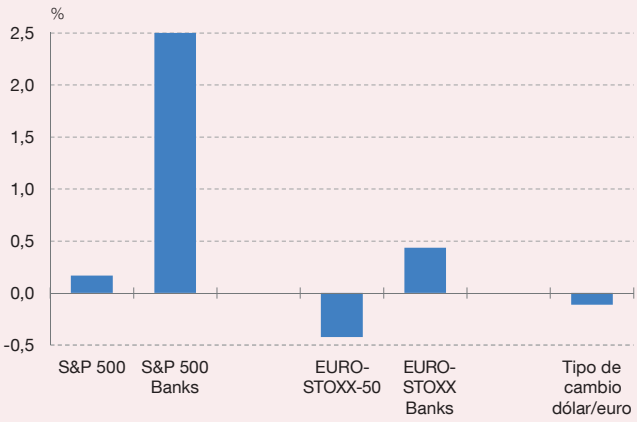


Gráfico 4
ÍNDICES BURSÁTILES Y TIPO DE CAMBIO. VARIACIÓN PORCENTUAL DESDE LAS 15.00 H DEL 27 DE AGOSTO HASTA EL CIERRE



FUENTE: Thomson Reuters Eikon.

9 En la literatura sobre los efectos de medidas de política monetaria mediante estudio de eventos es habitual utilizar ventanas de menos de una hora. Por ejemplo, en su análisis sobre las medidas de política monetaria del BCE, M. Ampudia y S. van den Heuvel (2018) utilizan una ventana de 10 minutos antes del habitual comunicado de prensa del BCE (en el que se anuncian las medidas adoptadas) y 20 minutos después de este; es decir, una ventana de media hora.

con el mayor impacto observado en la rentabilidad de la deuda a más largo plazo[10]. El comportamiento diferenciado por plazos también se muestra en el gráfico 2, que presenta la variación de las distintas rentabilidades entre el inicio y el final de la ventana temporal considerada, siendo los bonos con vencimientos más largos los que experimentaron aumentos más elevados de la rentabilidad. Incluso la rentabilidad del bono a dos años, más sensible a la evolución del tipo de interés de referencia de política monetaria y menos condicionada por la prima de plazo, experimentó un ligero incremento.

Otro segmento de mercado en el que el anuncio de la nueva estrategia de la Fed podría haber tenido un cierto impacto es el de los *swaps* de inflación[11]. Estos instrumentos financieros capturan las expectativas de los agentes sobre la evolución futura de la inflación hasta el vencimiento del contrato, así como una prima de riesgo ligada a la posibilidad de que la inflación sea finalmente mayor que la esperada. Por tanto, permiten evaluar de forma aproximada la efectividad del anuncio a la hora de elevar las expectativas de inflación de los inversores. El gráfico 3 muestra la variación en la cotización de los *swaps* de inflación durante la ventana temporal del estudio. El incremento observado en la cotización de los *swaps* es menor que en el caso de la deuda pública. Una posible explicación de este impacto más limitado en los *swaps* de inflación es que los inversores podrían tener algunas dudas sobre la efectividad que el cambio en la estrategia de la Fed pueda tener para incrementar la tasa de inflación en el medio y largo plazo. Esto haría que, en tanto en cuanto no se aprecien aumentos en la inflación observada que confirmen la efectividad de la nueva estrategia, las cotizaciones de los *swaps* (y, en particular, el componente de expectativas genuinas de inflación implícitas en dichas cotizaciones) podrían verse poco afectadas[12]. Otra posible explicación es que el anuncio de la Fed estuviera ya descontando en parte por los inversores, dado que la revisión de la estrategia de política monetaria ha seguido un proceso dilatado en el tiempo, de carácter público y muy transparente[13].

Por último, se analiza la evolución de los índices bursátiles en Estados Unidos y la zona del euro, prestando especial atención a los del sector bancario, así como la del tipo de cambio dólar/euro. El gráfico 4 muestra la variación porcentual de estas variables en la ventana temporal del estudio[14]. Los índices de bolsa S&P 500 y EUROSTOXX-50 no experimentaron una variación importante, lo que indicaría que los inversores posiblemente no contemplaron que la nueva estrategia de la Fed pudiera tener un efecto significativo sobre la evolución de los beneficios empresariales o sobre su tasa de descuento. Sin embargo, los índices sectoriales bancarios sí mostraron un importante avance, sobre todo en el caso de Estados Unidos. Esta evolución sería coherente con el aumento en la rentabilidad de la deuda pública de más largo plazo, lo que implica una mayor pendiente de la curva de tipos y, por tanto, mejores perspectivas de beneficios para el sector bancario[15]. En cuanto al tipo de cambio, se observó una ligera apreciación del dólar, que estaría en línea con el aumento de la rentabilidad de la deuda pública americana, aunque este movimiento fue muy leve. En todo caso, el sesgo más acomodaticio de la nueva estrategia de la Fed sí se reflejó en una depreciación del dólar durante los días posteriores al anuncio.

10 Desde el punto de vista de un inversor, la prima por riesgo de inflación es el rendimiento adicional que se demanda ante la posible pérdida de poder adquisitivo por el aumento en los precios de consumo al mantener deuda a largo plazo en lugar de adquirir deuda a corto plazo e ir renovándola. Véase J. C. Berganza y A. Fuertes (2018), «El aplanamiento de la curva de rendimientos en Estados Unidos», Artículos Analíticos, *Boletín Económico,* 1/2018, Banco de España.

11 En un *swap* de inflación, una parte A se compromete a pagar a otra parte B un tipo fijo en contraprestación por recibir pagos indexados al nivel de inflación.

12 El mismo análisis realizado con TIPS *(Treasury Inflation Protected Securities)* presenta resultados similares. Los TIPS son bonos indiciados a la inflación cuya rentabilidad, una vez comparada con la rentabilidad de los bonos no indiciados al mismo plazo, permiten obtener una estimación alternativa de las expectativas de inflación a distintos horizontes.

13 Adicionalmente, el mayor impacto en los bonos soberanos pudo deberse a la falta de concreción sobre la implementación de la nueva estrategia de la Fed, lo que incrementaría la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés y también incrementaría la prima por plazo.

14 En el caso de los índices bursátiles de Estados Unidos, al iniciarse la sesión a las 15.30 h (hora de España), la variación refleja la diferencia entre el cierre del día 26 y el del día 27.

15 El sector bancario es sensible a la pendiente de la curva de tipos debido a su negocio de intermediación, que se basa en la transformación de rentabilidades de activos y pasivos en función de sus plazos de vencimiento. Así, sus pasivos (principalmente, depósitos) se remuneran de acuerdo con tipos de interés de corto plazo, mientras que sus activos (principalmente, préstamos) tienen remuneraciones acordes con tipos de interés de más largo plazo.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA DE COVID-19 EN AMÉRICA LATINA Y SUS EFECTOS ECONÓMICOS

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 8 de septiembre

La pandemia de Covid-19 llegó a América Latina[1] con cierto retraso respecto a Europa y Estados Unidos, y, en general, la región aún no ha logrado contener su propagación. De hecho, desde junio la región se ha convertido en el epicentro mundial de la pandemia, al registrar casi la mitad de los fallecimientos diarios por esta causa en el mundo (véase gráfico 1). En total, desde el inicio de la pandemia se han producido en la región unos 260.000 fallecimientos, un 32 % del total mundial, cuando solamente un 8 % de la población mundial reside en América Latina[2]. Y esta evolución se ha producido a pesar de que en varios países latinoamericanos se adoptaron, cuando el número de contagios era aún reducido, medidas de confinamiento y distanciamiento social similares a las implementadas en otras regiones del mundo para tratar de contener el avance del virus (véanse gráficos 2 y 3). Algunas características estructurales de la región —como los elevados niveles de pobreza, la menor calidad institucional respecto a otras áreas económicas emergentes, la elevada tasa de informalidad del mercado de trabajo, la relativa debilidad del sistema sanitario (y la dificultad de acceso a este para las capas de la población con menores rentas) y la alta proporción de la población que reside en áreas urbanas— han agravado la vulnerabilidad de la región ante la pandemia.

Los datos sobre el número real de contagiados por Covid-19 en América Latina presentan las limitaciones habituales de las estadísticas disponibles a escala internacional, que en esta región se ven acentuadas por la reducida cantidad de pruebas que se han realizado en algunos países[3]. Brasil y México, los dos países con mayor población de la región, se sitúan a la cabeza en número de contagios, acercándose a los 3,9 millones y a los 600.000 casos, respectivamente. Lo mismo cabe referir respecto al número de fallecimientos, con más de 121.000 y 64.000 muertos, respectivamente (véanse gráficos 4 y 5), solo por detrás de Estados Unidos en el caso de Brasil y de estos dos países e India en el caso de México. No obstante, en términos per cápita, Perú, con cerca de 87 fallecidos por cada 100.000 habitantes, muestra la mayor ratio del mundo, mientras que en Chile, Brasil o México esta ratio se sitúa entre 50 y 60 (véase gráfico 6). Un comportamiento menos negativo se puede observar en Colombia (en torno a 38 fallecidos por cada 100.000 habitantes) y, especialmente, en Argentina, donde la ratio no llega a 20, si bien sigue situándose por encima del valor de esta ratio para el conjunto del mundo (11).

Los efectos económicos negativos de la pandemia en esta región se están produciendo a través de diferentes canales[4], entre los cuales destacan, por su magnitud, las medidas de restricción de la actividad. Como puede observarse en el gráfico 7, la actividad económica inició una caída brusca en marzo, que se prolongó hasta abril o mayo, dependiendo del país. En particular, destaca negativamente Perú, con una contracción superior al 35 % en abril respecto al nivel de actividad de febrero, y, en sentido contrario, Brasil, donde la actividad solo se redujo un 15 % respecto a su nivel de febrero. Estas diferencias entre países se deben, principalmente, a la distinta severidad de las medidas de confinamiento nacionales. En efecto, los gráficos 8 y 9 muestran una elevada y significativa relación negativa entre la evolución de la actividad económica y los índices de restricción, tanto de movilidad como de severidad de las medidas de confinamiento.

Las cifras de la Contabilidad Nacional del primer semestre del año, especialmente del segundo trimestre[5], también muestran la elevada magnitud de la contracción de la actividad económica en la región (véase gráfico 10). Esta se explica fundamentalmente por la evolución del consumo y la inversión privada, que han llevado a amplias brechas negativas de producción. Estas brechas comenzaron a cerrarse de manera muy paulatina desde mayo o junio, a medida que se fueron relajando las medidas de confinamiento. Para el agregado de LATAM-6, la caída del PIB en ese segundo trimestre se situó por encima del

1 El presente recuadro se centra principalmente en el subgrupo de economías con el mayor PIB de la región, el conocido como «LATAM-6», compuesto por Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú.

2 En términos per cápita, desde el inicio de la pandemia se han producido en América Latina 41 fallecimientos por Covid-19 por cada 100.000 habitantes, ratio muy por encima de los 11 que se han registrado a escala global.

3 De acuerdo con www.worldometers.info, que agrupa datos procedentes de fuentes estadísticas nacionales e internacionales (como, por ejemplo, la Universidad Johns Hopkins), solamente Chile se sitúa entre los 50 países del mundo que realizan un mayor número de pruebas por habitante (125 pruebas por cada 1.000 habitantes). Especialmente delicada es la situación en México, donde solo se realizan 10 pruebas por cada 1.000 habitantes.

4 Para una descripción detallada de los diferentes canales, véase «Informe de economía latinoamericana. Primer semestre de 2020», Artículos Analíticos, *Boletín Económico,* 2/2020, Banco de España.

5 En el primer trimestre de 2020, todos los países considerados presentaron tasas de crecimiento intertrimestrales negativas, a excepción de Chile, donde la actividad se recuperó en el primer trimestre del ejercicio, si bien esto se debió, principalmente, al hecho de que la actividad había caído en el cuarto trimestre de 2019 como consecuencia de un incremento de las tensiones sociales.

EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA DE COVID-19 EN AMÉRICA LATINA Y SUS EFECTOS ECONÓMICOS (cont.)

Gráfico 1
FALLECIMIENTOS DIARIOS DE PACIENTES DIAGNOSTICADOS CON COVID-19

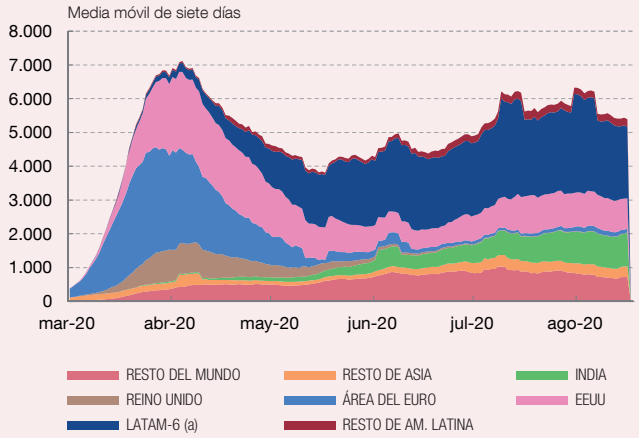


Gráfico 2
DATOS DE MOVILIDAD. CONSUMO (b)

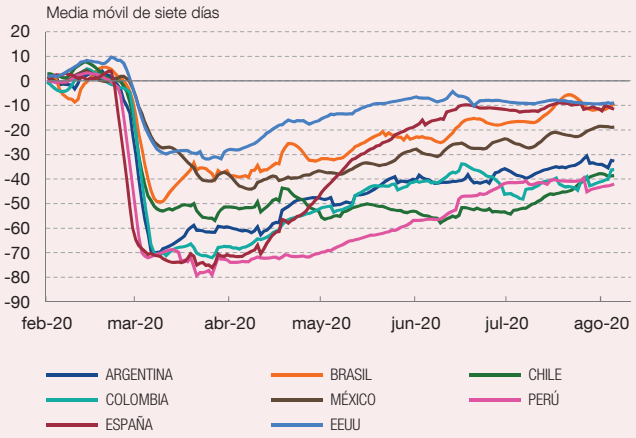


Gráfico 3
ÍNDICE DE SEVERIDAD DE LAS MEDIDAS DE CONTENCIÓN ADOPTADAS (c)

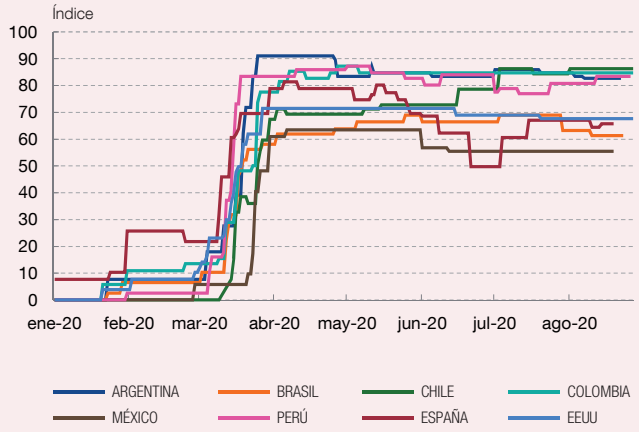


Gráfico 4
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE FALLECIDOS EN AMÉRICA LATINA

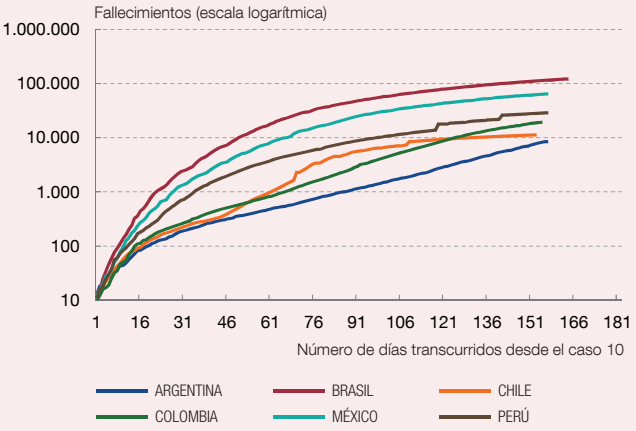


Gráfico 5
RATIO DE MORTALIDAD POR COVID-19 EN AMÉRICA LATINA

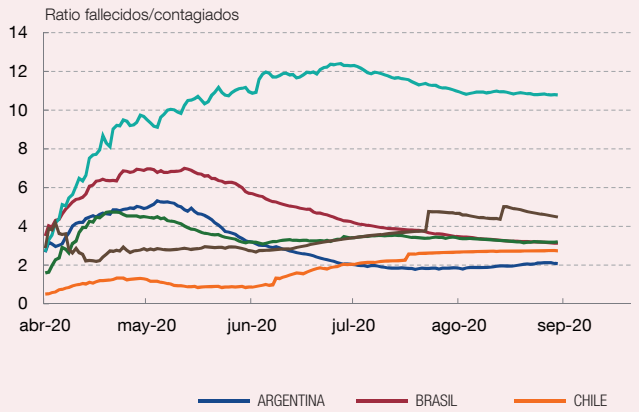
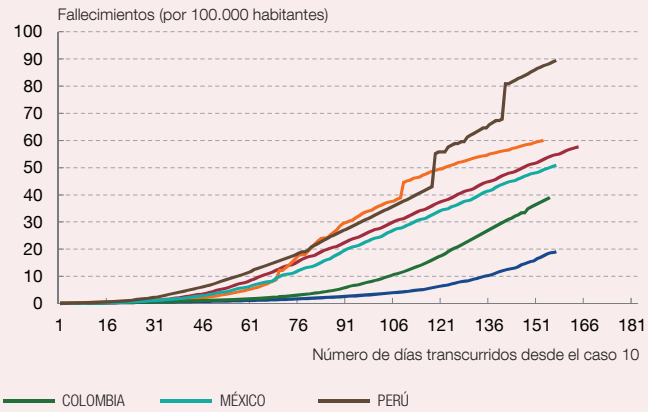


Gráfico 6
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE FALLECIDOS EN AMÉRICA LATINA



FUENTES: Universidad Johns Hopkins, Google *(Global Mobility Report)* y Universidad de Oxford.

a Subgrupo de economías con el mayor PIB de la región, compuesto por Brasil, México, Argentina, Colombia, Chile y Perú.
b Datos de movilidad relativos a actividades vinculadas con el consumo. «Consumo» es la media de las actividades «comercio minorista y ocio» y «alimentación y farmacia».
c Índice sintético elaborado por la Universidad de Oxford que evalúa el grado de severidad de las medidas de confinamiento adoptadas por cada país en respuesta a la pandemia de Covid-19.

Gráfico 7
ÍNDICES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

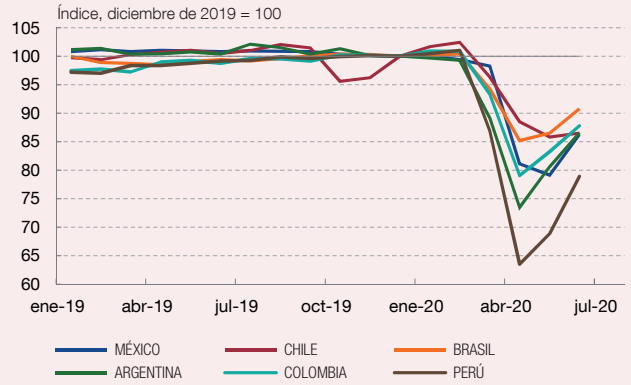


Gráfico 8
ACTIVIDAD ECONÓMICA E ÍNDICE DE SEVERIDAD (a)

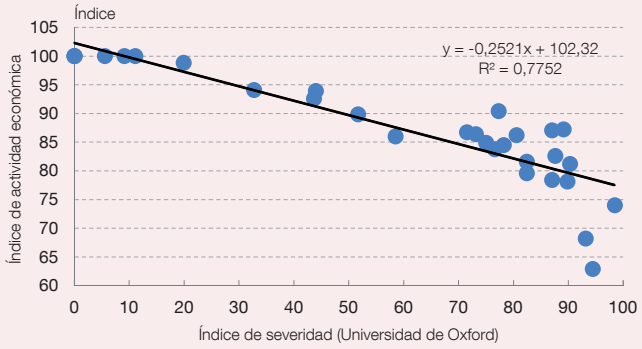


Gráfico 9
ACTIVIDAD ECONÓMICA E ÍNDICE DE MOVILIDAD (a)

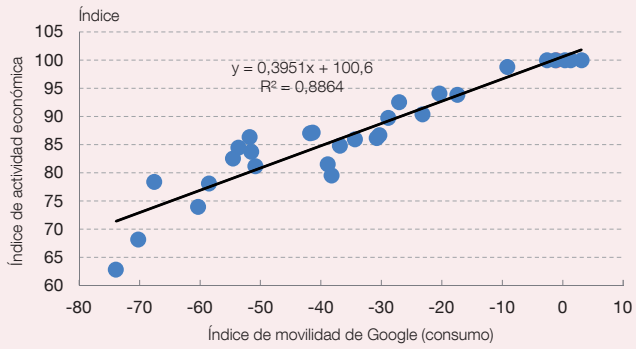


Gráfico 10
TASAS DE VARIACIÓN DEL PIB

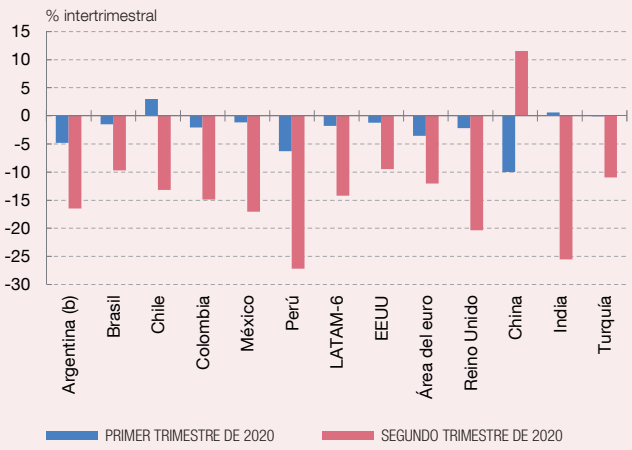


Gráfico 11
TAMAÑO DE LOS ESTÍMULOS FISCALES

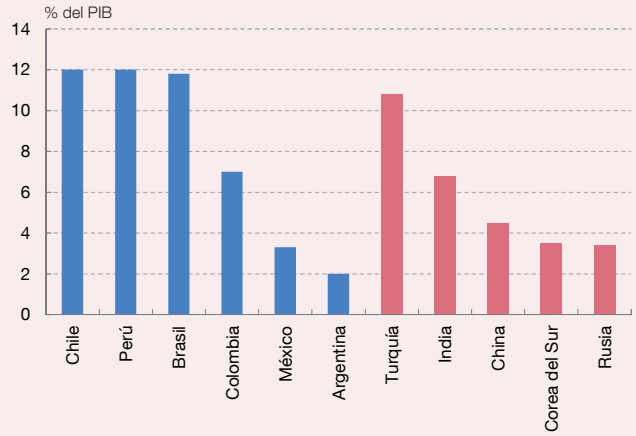
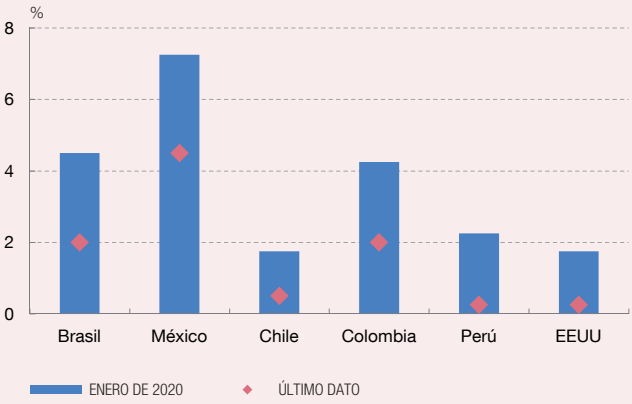


Gráfico 12
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



FUENTES: Thomson Reuters, Universidad de Oxford, Google *(Global Mobility Report),* Fondo Monetario Internacional y estadísticas nacionales.

a Datos de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú para los meses de febrero-junio de 2020.
b Estimación del dato del segundo trimestre para Argentina a partir de los datos mensuales de los índices de actividad.

14 % en tasa intertrimestral, superior a la de casi todas las regiones del mundo, si bien con notables diferencias entre países, como se ha comentado anteriormente. Así, por ejemplo, en Perú el PIB se contrajo más de un 27 %, mientras que en Brasil lo hizo en un 9,7 %.

Este desplome de la actividad se ha producido a pesar de que las autoridades económicas respondieron a la pandemia de forma rápida y contundente, desde el punto de vista tanto fiscal como monetario, siendo en la mayoría de los casos respuestas de mayor magnitud que las observadas durante la crisis financiera de 2008/2009. Los Gobiernos de Brasil, Chile, Colombia y Perú, por ejemplo, han dispuesto medidas fiscales[6] que alcanzan entre el 7 % y el 12 % de su PIB[7], mientras que Argentina y México han recurrido a este tipo de actuaciones en una

Gráfico 13
FLUJOS DE CAPITALES DE CARTERA A MERCADOS EMERGENTES (mm de dólares)

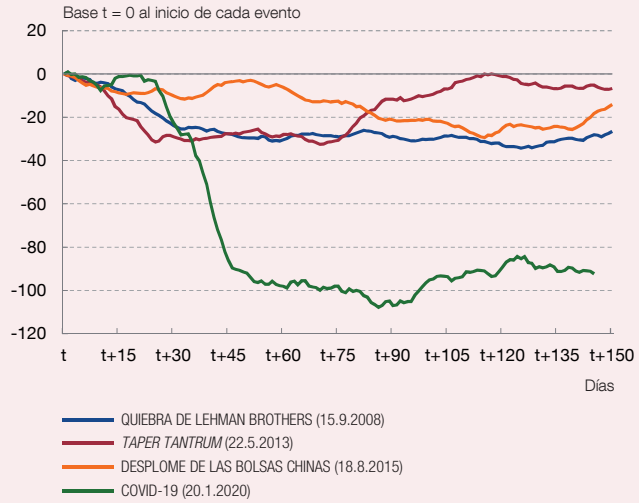


Gráfico 14
TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR

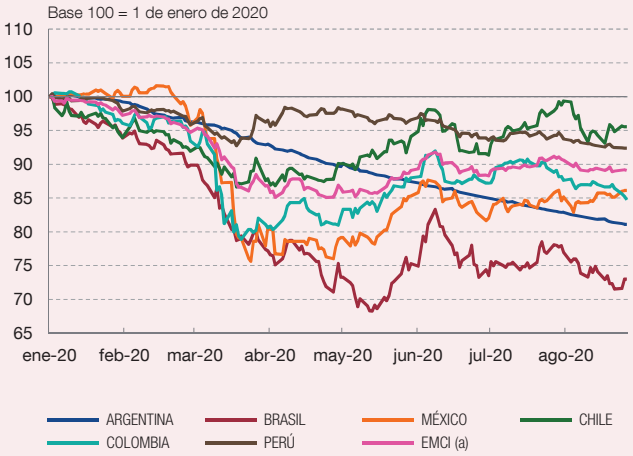


Gráfico 15
LATAM-6, CRECIMIENTO DEL PIB REAL

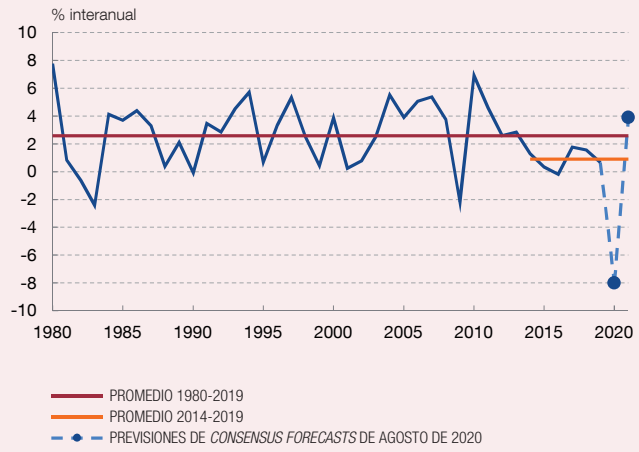
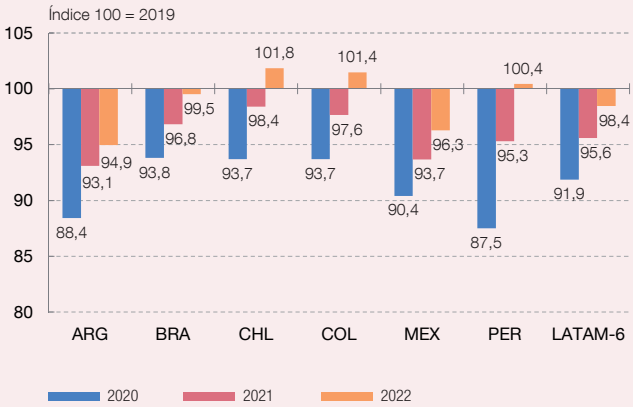


Gráfico 16
NIVELES DEL PIB EN RELACIÓN CON 2019. PREVISIONES DE *CONSENSUS FORECASTS* DE AGOSTO DE 2020



FUENTES: Thomson Reuters, Fondo Monetario Internacional y *Consensus Forecasts.*

a EMCI: Índice agregado de tipos de cambio frente al dólar para mercados emergentes elaborado por JP Morgan.

6 Estas medidas se han concentrado, principalmente, en el apoyo a las empresas y a las familias, la expansión de las capacidades sanitarias y la emisión de garantías para crédito y capitalización.

7 Existen notables dificultades a la hora de establecer comparaciones entre los programas de estímulo fiscal de distintos países. En este recuadro se incluyen las cifras proporcionadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) (https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19).

menor medida (véase gráfico 11)[8]. En cuanto a la política monetaria, los bancos centrales de la región han recortado los tipos de interés hasta niveles mínimos históricos (véase gráfico 12), han adoptado medidas de apoyo al crédito bancario, han suministrado liquidez en moneda local y extranjera (dólares), y han establecido programas de compra de activos.

Los efectos negativos de la pandemia sobre la actividad no se han reflejado con igual magnitud en la evolución de los mercados financieros. Desde mediados de febrero hasta mediados de marzo, estos mercados experimentaron acusadas salidas de capitales (véase gráfico 13), depreciaciones cambiarias (véase gráfico 14), aumentos de los diferenciales soberanos y caídas bursátiles. No obstante, estas dinámicas se revirtieron posteriormente, aunque de forma incompleta, gracias a la introducción de políticas acomodaticias por parte de los Gobiernos y bancos centrales, tanto en estos países como en otras economías desarrolladas[9]. De esta manera, en los últimos meses se ha producido un cierto desacople entre los mercados financieros de la región, que han experimentado una cierta mejoría, y la economía real, donde aún persiste una elevada debilidad.

En conclusión, el impacto negativo sobre la actividad económica en América Latina de la pandemia de Covid-19 ha sido muy intenso en los últimos meses, lo que ha llevado a que los analistas proyecten en 2020 una contracción del PIB de una magnitud sin precedentes desde que hay datos disponibles (véase gráfico 15). Las autoridades de algunos países de la región, en un entorno en el que parece haberse observado cierta estabilización reciente en el ritmo de difusión de la pandemia, han comenzado a aliviar las medidas de contención. De esta manera, cabe esperar que las principales economías de América Latina registren tasas de crecimiento positivas en los próximos trimestres. No obstante, estas economías seguirían, en general, una senda de recuperación frágil y muy gradual, dadas sus limitaciones estructurales y los escasos márgenes existentes para adoptar políticas de estímulo adicionales, de tal forma que, según las previsiones más recientes y para muchas de las economías de la región, no se recuperarían los niveles de actividad anteriores a la crisis sanitaria hasta 2022 (véase gráfico 16). Además, estas previsiones están sometidas a un notable grado de incertidumbre sobre la evolución futura de la pandemia, tanto en América Latina como en el resto del mundo, y sobre la severidad de las medidas de restricción de la actividad que pueda ser necesario reintroducir en las distintas economías.

8 En el primer caso, esto puede deberse a las limitadas opciones de financiación pública, en tanto que en el segundo puede estar relacionado con diferentes prioridades de política económica. Por ejemplo, mantener el equilibrio presupuestario y grandes proyectos de infraestructura y de política social previos a la crisis.

9 Asimismo, el FMI aprobó en mayo el acceso de Chile y Perú a líneas de crédito flexible, y renovó el acceso de Colombia en ese mismo mes. México, tras haberse renovado en noviembre del pasado año, mantiene también el acceso a una línea de crédito flexible por un período de dos años.

Recuadro 4

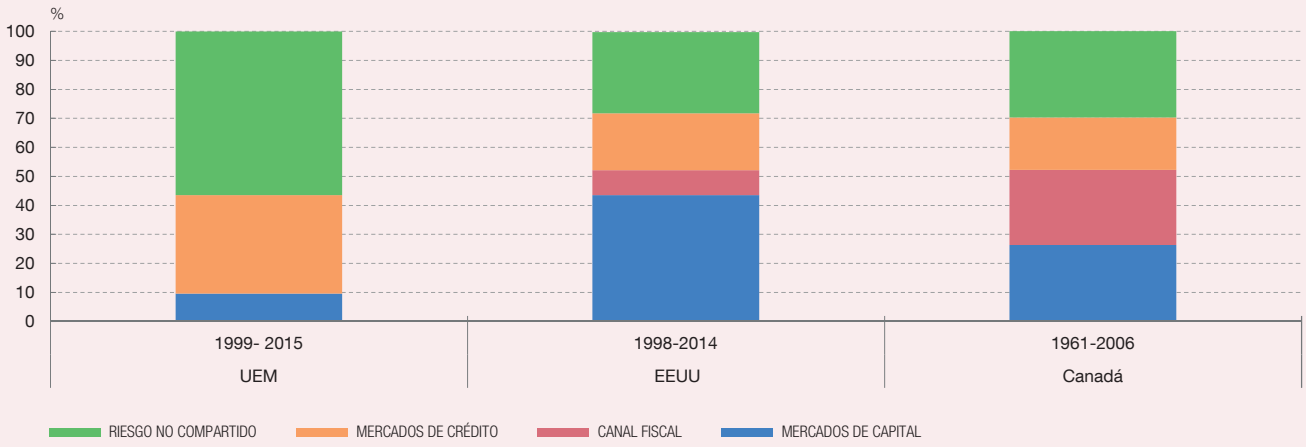
LA UNIÓN DE LOS MERCADOS DE CAPITALES: NUEVOS DESARROLLOS

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 4 de septiembre

El proyecto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), que se puso en marcha en Europa en los años noventa del siglo pasado, no contemplaba una unión monetaria completa desde su inicio, dejando importantes aspectos para su desarrollo posterior. Más de dos décadas después, existen todavía carencias significativas en la configuración institucional de la UEM; entre ellas, el escaso desarrollo de unos mercados de capitales europeos lo suficientemente profundos e integrados. Dada su relevancia, la Comisión Europea mantiene el proyecto de la Unión de los Mercados de Capitales (UMC) como uno de sus objetivos prioritarios y ha dado ya pasos significativos en esta dirección. Una vez completado el primer Plan de Acción, que puso en marcha en 2015, la Comisión está trabajando en la elaboración de un segundo paquete de medidas, que presentará este otoño. La salida del Reino Unido de la Unión Europea (UE) —país que alberga el mercado de capitales más importante de Europa—, la situación creada por la crisis sanitaria del Covid-19 y las necesidades de reconstrucción económica que conlleva hacen que el funcionamiento fluido de los mercados de capitales europeos adquiera aún una mayor relevancia.

Los beneficios que se derivarían de disponer de una UMC plena son importantes. En Estados Unidos, la existencia de unos mercados de capitales profundos e integrados permite que las perturbaciones que afectan a un estado de la unión se absorban de manera agregada en una proporción elevada[1], lo que constituye un canal de compartición de riesgos y proporciona estabilidad al conjunto del área monetaria. Por el contrario, la fragmentación que caracteriza a los mercados financieros de la UEM implica que esta tenga una menor capacidad para compartir y diversificar riesgos (véase gráfico 1). En el caso de Estados Unidos, esa capacidad deriva, en parte, del propio tamaño de sus mercados de capitales, muy superior en términos de PIB al de los mercados de la UE-27 (véase gráfico 2)[2], y de una elevada diversificación geográfica de las carteras, frente al sesgo nacional que predomina en Europa[3].

Gráfico 1
POTENCIA DE LOS CANALES DE COMPARTICIÓN DE RIESGOS. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)



FUENTES: Banco de España, J. Mélitz y F. Zumer (2002), «Regional redistribution and stabilization by the center in Canada, France, the UK and the US: A reassessment and new tests», *Journal of Public Economics,* vol. 86, noviembre, y R. Hepp y J. von Hagen (2013), «Interstate risk sharing in Germany: 1970-2006», *Oxford Economic Papers,* vol. 65, enero.

a Estimado según la metodología de P. Asdrubali *et al.* (1996), «Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990», *The Quarterly Journal of Economics,* vol. 111, que aproximan qué porcentaje de las perturbaciones que registra el PIB de una economía se traslada a la renta y a las decisiones de consumo de sus residentes.

1 En concreto, la compartición de riesgos hace referencia a la proporción en que las perturbaciones que afectan al PIB de un país o región se trasladan al consumo de sus agentes, de forma que existe una compartición total si el consumo no se ve afectado ante un *shock* y nula si todos los *shocks* se trasladan al consumo, sin amortiguamiento.

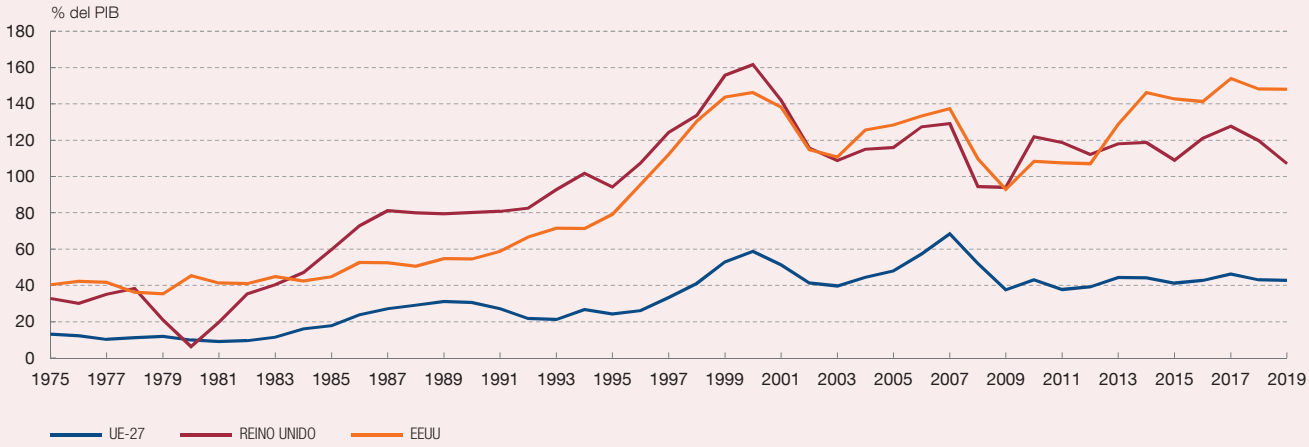
2 Véase N. Balta y J. Delgado (2008), «Home Bias and Market Integration in the EU», *CESifo Economic Studies,* vol. 55, 1/2009, pp. 110-144.

3 Véase P. Hernández de Cos, «Reflexiones sobre la estabilidad financiera global y la Unión de los Mercados de Capitales», Conferencia anual de los Mercados de Capitales en España, AFME y AEB, 13 de febrero de 2020.

Además, la UMC es un complemento necesario de la Unión Bancaria dentro de la UEM[4]. Unos mercados de capitales más desarrollados permiten que el sector real de la economía pueda alcanzar una mayor diversificación de sus fuentes de financiación y facilitan la financiación de actividades importantes para el crecimiento económico, como las inversiones sostenibles o en innovación, que, en ocasiones, enfrentan dificultades para financiarse a través del canal bancario[5]. Por otra parte, hay evidencia de que, en el contexto de la Unión Bancaria, la existencia de unos mercados de capitales integrados es necesaria para lograr una compartición de riesgos eficiente cuando la economía se enfrenta a *shocks* de oferta; en general, estos *shocks* tienen un efecto de primer orden sobre el valor de mercado de los activos, que puede compartirse mejor a través de posiciones transfronterizas sobre el capital privado[6].

Con el objetivo de conseguir un pleno desarrollo de los mercados de capitales en Europa, el Plan de Acción de 2015 de la Comisión Europea se articuló en torno a una serie de prioridades: facilitar la financiación de las empresas, especialmente de las pymes; promover la inversión en proyectos sostenibles y en infraestructuras; eliminar los obstáculos a la inversión transfronteriza, y crear nuevas oportunidades para los ahorradores, así como atraer capitales de fuera de la UE. Aunque las medidas adoptadas bajo este plan han representado un paso adelante en la construcción de la UMC, esta es una meta de largo plazo y queda todavía un extenso camino por recorrer[7]. Los indicadores disponibles muestran que los mercados de capitales de la UE continúan estando fragmentados a escala nacional[8]; el sector no financiero europeo sigue presentando una dependencia elevada de la

Gráfico 2
CAPITALIZACIÓN TOTAL DEL MERCADO CON RESPECTO AL PIB



FUENTES: Banco Central Europeo, Eurostat, Banco Mundial y CEIC.

4 Véase M. Hoffmann, E. Maslov, B. E. Sørensen y I. Steweny (2019), *Channels of Risk Sharing in the Eurozone - What Can Banking and Capital Market Union Achieve,* University of Houston.

5 Los aspectos diferenciales que caracterizan este tipo de inversiones —entre otros, un rendimiento esperado muy incierto, un horizonte temporal muy dilatado antes de que los proyectos lleguen a término y la predominancia de activos intangibles en el retorno de estos— implican que, con frecuencia, la deuda no sea el instrumento más adecuado para financiar estas iniciativas y que las empresas innovadoras que agotan sus fuentes internas de financiación deban recurrir a los mercados de capitales para obtener los fondos necesarios con los que desarrollarlas. Para más detalles sobre la importancia de los mercados de capitales en la financiación de este tipo de proyectos, véase L. de Guindos (2020), «Capital markets union: the role of equity markets and sustainable finance».

6 Véase J. Martínez, T. Philippon y M. Sihvonen (2019), *Does a Currency Union Need a Capital Market Union? Risk Sharing Via Banks and Markets,* NBER Working Paper, n.º 26026.

7 Véanse The Next CMU High-Level Group (2019), «Savings and Sustainable Investment Union»; CEPS-ECMI (2019), «Rebranding Capital Markets Union. A market finance action plan», y New Financial (2019), «A New Sense of Urgency: The Future of Capital Markets Union».

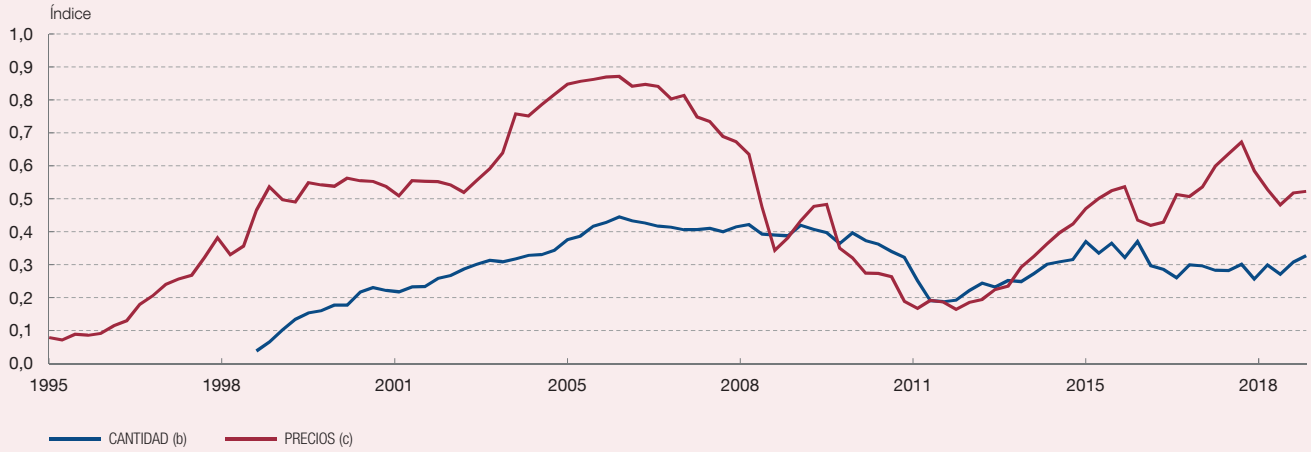
8 La integración de los mercados de capitales dentro de la UE, medida por un indicador compuesto de finanzas transfronterizas (el *Cross-border Finance Indicator),* apenas mejoró en 2018. Véase AFME (2019), *Capital Markets Union — Key Performance Indicators,* segunda edición.

financiación bancaria[9], y la proporción de fusiones y adquisiciones entre empresas de diferentes Estados miembros de la UE no muestra una tendencia robusta al alza y se mantiene por debajo de los niveles previos a la crisis financiera[10]. En la práctica, la integración financiera en la UEM ha registrado avances y retrocesos en el tiempo, estos últimos ligados fundamentalmente a la incidencia de la crisis financiera global y de la crisis de deuda soberana europea, como muestran los indicadores sintéticos que elabora el Banco Central Europeo (véase gráfico 3)[11].

En este contexto, y con el objetivo de tener un diagnóstico actualizado y definir un conjunto de propuestas clave para dar un nuevo impulso al proyecto de la UMC, la Comisión puso en marcha a finales de 2019 un foro de alto nivel, compuesto por un amplio grupo de expertos, cuyas recomendaciones se publicaron en junio de 2020[12]. El informe identifica 17 conjuntos de medidas —definidas de manera concreta y granular—, que se agrupan en torno a cuatro ejes de actuación, como se detalla en el esquema 1: i) la canalización de la oferta de fondos hacia los mercados de capitales, favoreciendo el ahorro y la participación de los ahorradores últimos en los mercados; ii) la satisfacción de la demanda de financiación de las empresas —especialmente de las pymes—, favoreciendo su participación en los mercados de capitales; iii) el desarrollo de infraestructuras de mercado paneuropeas, y iv) el impulso de la integración transfronteriza, donde se incluyen algunas de las iniciativas más controvertidas, como la armonización de las retenciones impositivas y de los procedimientos de insolvencia, y el refuerzo de la supervisión de los mercados financieros a escala europea.

La Comisión prevé lanzar un nuevo plan de acción para la UMC en el otoño de 2020, nutriéndose en gran medida de las recomendaciones del Foro de Alto

Gráfico 3
INDICADORES DE INTEGRACIÓN FINANCIERA EN EL ÁREA DEL EURO (a)



FUENTE: Banco Central Europeo.

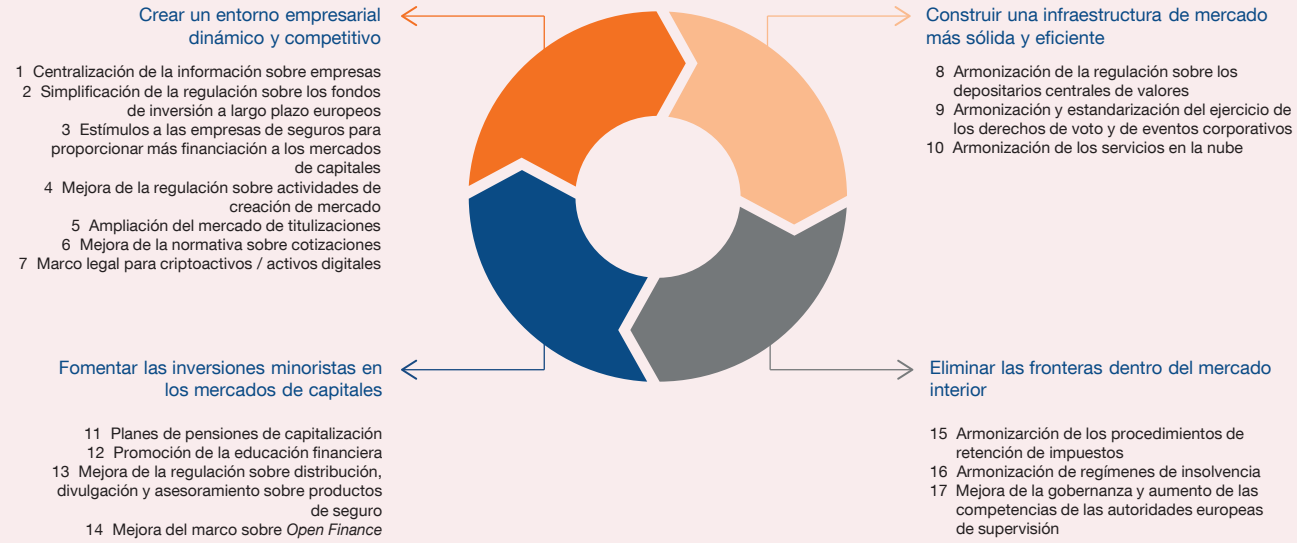
a Los indicadores de integración elaborados por el BCE son indicadores sintéticos, construidos a partir de varios componentes. Para más detalles, véase P. Hoffmann, M. Kremer y S. Zaharia (2019), *Financial integration in Europe through the lens of composite indicators,* Working Paper Series, n.º 2319, BCE, septiembre.
b El indicador de cantidades se elabora a partir de cinco indicadores de los mercados monetarios, de bonos y de renta variable.
c El indicador de precios se elabora a partir de diez indicadores de los mercados monetarios, de bonos, de renta variable y del mercado bancario minorista.

9 En 2018, el 88 % de la nueva financiación a empresas no financieras en la UE provino de entidades de crédito, y solo el 12 %, de los mercados de capitales. Véase AFME (2019), *op. cit*.
10 Véase AFME (2019), *op. cit*.
11 Véase BCE (2020), *Financial Integration and Structure in the Euro Area*, marzo.
12 Véase «A new Vision for Europe's capital markets», Final report of the High Level Forum on the Capital Markets Union, 2020.

Nivel[13]. Algunas de las palancas que pueden y deben catalizar el proyecto de la UMC hacia el futuro están bien identificadas en esas recomendaciones[14]: la convergencia supervisora y el eventual establecimiento de un supervisor único de mercados a escala europea; la focalización en las finanzas sostenibles, para cimentar el liderazgo europeo globalmente en un segmento con elevado potencial; la mejora de la regulación de las titulizaciones, para agilizar la capacidad de préstamo de los bancos; y el impulso a la financiación de mercado de las pymes y el desarrollo de los mercados de capital riesgo. Por otro lado, la creación de un activo seguro europeo es fundamental para proporcionar a los mercados en euros la necesaria profundidad, aunque este instrumento, que es importante también en otras dimensiones, quede por el momento fuera del proyecto de la Comisión[15].

De manera más general, es importante recordar que la construcción de la UMC es un proyecto complejo, que requiere adoptar medidas y cambiar regulaciones en ámbitos muy diversos, y que involucra responsabilidades no solo de la UE, sino también —y fundamentalmente— de cada uno de los Estados miembros. En este sentido, la voluntad política de las distintas autoridades implicadas para acometer las medidas requeridas, ceder responsabilidades y eliminar líneas rojas es crucial. Además, es necesario que el plan tenga la ambición suficiente para abordar los aspectos más controvertidos y que las iniciativas propuestas estén bien interconectadas. En resumen, para evitar la dispersión de esfuerzos y la pérdida de impulso, es imprescindible concitar la mayor ambición política posible para superar los obstáculos que durante décadas han frenado la construcción de la UMC.

Esquema 1
SÍNTESIS DE LAS RECOMENDACIONES DEL FORO DE ALTO NIVEL SOBRE LA UMC (a)



FUENTE: Banco de España.

a Basado en el contenido del informe final del Foro de Alto Nivel sobre la UMC, «A new Vision for Europe's capital markets».

13 A finales del mes de julio, en el contexto de la respuesta a la crisis provocada por la pandemia del Covid-19, la Comisión propuso ya la adopción de un paquete de iniciativas encaminadas a facilitar la recapitalización de las empresas, a canalizar recursos de los inversores hacia el sector real y a facilitar las titulizaciones por parte de las entidades. Véase «Coronavirus response: How the Capital Markets Union can support Europe's recovery».

14 Véase K. Janse y R. Strauch, «Momentum builds for Europe's capital markets union», European Stability Mechanism Blog, 22 de junio de 2020.

15 Véase P. Hernández de Cos (2019), «The EMU at 20: from divergence to resilience», Welcome address, Third Annual Research Conference of the Banco de España.

Recuadro 5

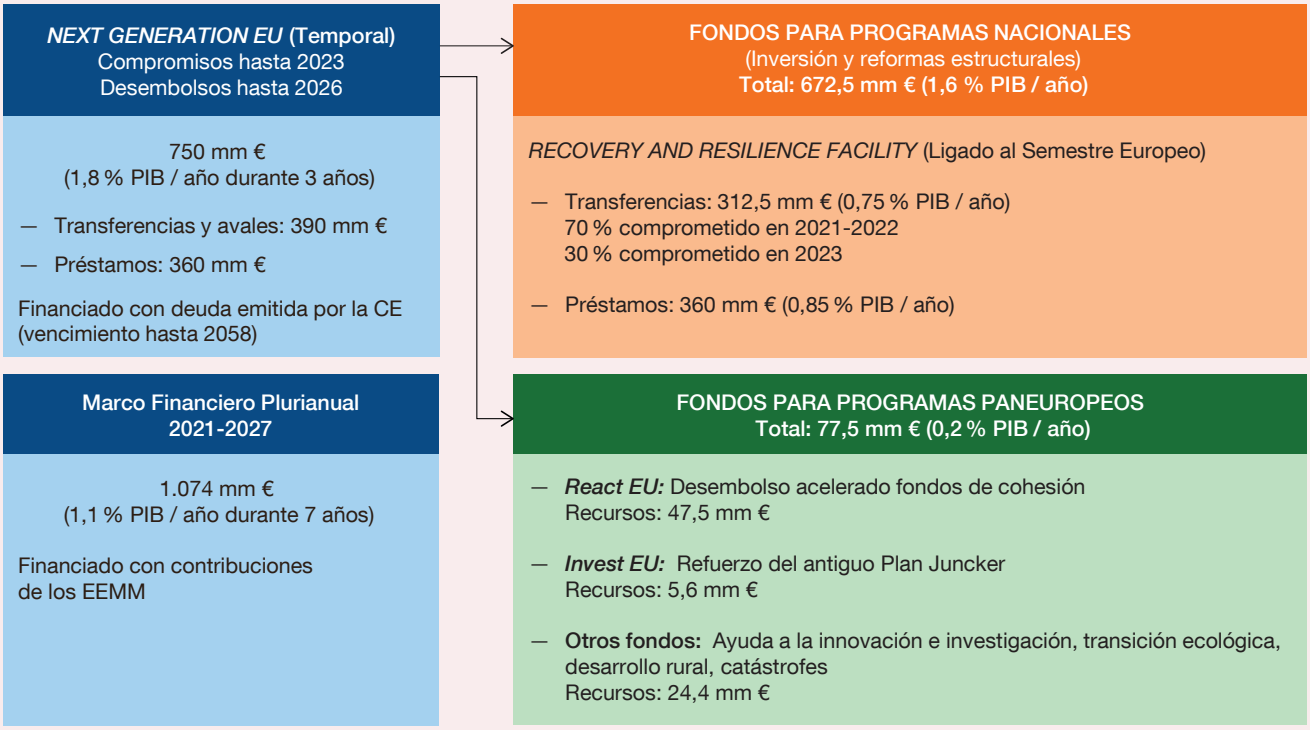
NEXT GENERATION EU: PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS E IMPACTO DE SU ANUNCIO SOBRE LAS CONDICIONES FINANCIERAS

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 3 de septiembre

En su reunión celebrada entre los días 17 y 21 del pasado mes de julio, el Consejo Europeo acordó la creación de un fondo de recuperación de carácter temporal, denominado *Next Generation EU,* adicional al presupuesto plurianual de la Unión Europea (UE) para 2021-2027. En contraposición con el presupuesto plurianual, que se financia mediante aportaciones de los Estados miembros (EEMM) y algunos impuestos comunes, el nuevo fondo se financiará mediante la emisión de deuda en los mercados de capitales por parte de la Comisión Europea (CE). El importe máximo emisible ascenderá a 750 mm de euros, entre los años 2021 y 2026. Los recursos se destinarán a hacer frente a las consecuencias de la crisis del Covid-19 y a acelerar la transición digital y ecológica de la economía europea (véase esquema 1). Está previsto que el fondo otorgue transferencias directas a los EEMM (un 42 % del total), financie programas paneuropeos (alrededor de un 10 % del total) y, en caso de ser necesario, conceda préstamos bilaterales a los países (el 48 % restante). La deuda emitida por la CE en el marco de este fondo se repagará a partir de 2028 y hasta 2058, contemplándose, a tal efecto, la posibilidad de dotar a la Comisión de nuevos recursos propios (en particular, mediante figuras impositivas en los ámbitos digital y medioambiental).

Para acceder a estos recursos, los EEMM deberán diseñar unos «planes de recuperación y resiliencia», que serán evaluados por la CE. Estos planes tendrán que ser acordes con las recomendaciones específicas que la CE elabora para cada país en el contexto del Semestre Europeo[1]. Además, las inversiones incluidas en estos planes deberán seguir los criterios generales del presupuesto de la UE, y destinar, en agregado, un 30 % de los fondos a proyectos que aumenten la sostenibilidad medioambiental.

Esquema 1
PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DEL PLAN DE RECUPERACIÓN DE LA UE



FUENTES: Consejo Europeo y elaboración propia.

1 Véase P. García-Perea, A. Millaruelo, V. Mora-Bajén y M. Sánchez Carretero (2020), «El semestre europeo 2020 y las recomendaciones específicas para España», Notas Económicas, 3/2020, Banco de España.

De acuerdo con el borrador disponible del acuerdo, los compromisos legales de gasto de los proyectos incluidos en el *Next Generation EU* se contraerán, a más tardar, el 31 de diciembre de 2023, y los pagos correspondientes tendrán que ser efectivos antes de finales de 2026[2]. Más en concreto, el 70 % de las transferencias directas a los EEMM deberán comprometerse en 2021-2022, con una clave de reparto entre países que depende de la tasa de paro registrada entre 2015 y 2019, la población y la renta per cápita. El 30 % restante deberá comprometerse antes de finales de 2023, y la clave de reparto se modificará para incorporar de manera más directa el impacto heterogéneo de la crisis sanitaria. Así, la tasa de paro se sustituirá por una variable que ponderará, a partes iguales, la caída del PIB en 2020 y la caída acumulada del PIB en 2020-2021.

Este instrumento, que expande la deuda supranacional e instituye un elemento de compartición de riesgos en el ámbito fiscal, supone un paso muy importante en la integración europea. De acuerdo con la experiencia histórica disponible, los pasos en la profundización institucional tanto de la UE como de la Unión Económica y Monetaria (UEM) suelen traer asociados efectos positivos sobre los mercados financieros y, en particular, sobre las primas de riesgo soberano[3], que suelen reducirse en la medida en que estos acuerdos se perciben como una garantía de continuidad y profundización del proyecto europeo. Además, en el largo plazo, un mercado de deuda supranacional más profundo podría impulsar una mayor integración bancaria y de los mercados de capitales a nivel europeo, al existir una referencia segura común para todos los países.

Para cuantificar el impacto que los diversos anuncios ligados al nuevo fondo de recuperación habrían tenido sobre los mercados financieros de la UEM, se presenta, a continuación, un ejercicio basado en el «análisis de eventos», centrado en los mercados bursátiles y de deuda soberana. Esta metodología consiste en calcular la variación que experimentan algunos indicadores financieros en estrechas ventanas de tiempo alrededor del momento en que se anuncia o se materializa un determinado evento de interés. De esta forma, se pretende aislar el impacto de dicho evento de otros posibles

Gráfico 1
VARIACIÓN DE ÍNDICES BURSÁTILES Y VOLATILIDAD IMPLÍCITA (a)

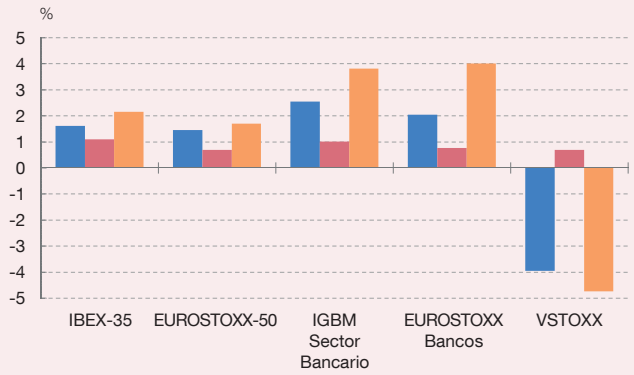
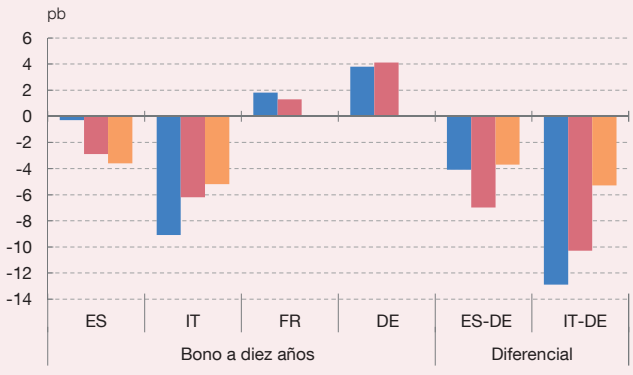


Gráfico 2
VARIACIÓN DE LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA (a)



FUENTE: Thomson Reuters Eikon.

a Para el evento del 18 de mayo, la hora de inicio de la ventana se fija 30 minutos antes de la reunión que tuvo lugar a las 15.30 h entre los líderes de Francia y Alemania, a la cual siguió una rueda de prensa en la que anunciaron su propuesta conjunta. El final de la ventana se fija en el cierre de los mercados de renta fija ese mismo día, a las 19 h. La ventana para el evento del 27 de mayo, con una longitud de cuatro horas, se inicia a las 11 h, unos minutos antes de la publicación de algunos detalles de la propuesta de la Comisión Europea en un medio de comunicación. El acuerdo del día 21 de julio se anunció de madrugada, por lo que se utiliza una ventana que se extiende desde el cierre de los mercados del día 20 hasta las 12 h del día siguiente.

2 La CE estima que la mayor parte de las transferencias se harán efectivas entre 2022 y 2025 (véase COM (2020) 408 final).

3 Véase I. Kataryniuk, V. Mora-Bajén y J. J. Pérez (2020), «EU deepening and sovereign debt spreads: how relevant is the «political space»?, Documento de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

factores que también podrían influir en los indicadores financieros, tales como noticias económicas o, en el contexto actual, epidemiológicas. En concreto, para este ejercicio se consideran los tres hitos más importantes ligados a las discusiones que llevaron al acuerdo de puesta en marcha del fondo de recuperación: i) la propuesta franco-alemana del 18 de mayo, ii) la propuesta de la CE del 27 de mayo, y iii) el anuncio del acuerdo del Consejo Europeo del 21 de julio. Para estos tres eventos se fijan ventanas de tiempo de unas pocas horas en torno al momento en que se produjo cada anuncio, y se utilizan datos intradía para obtener la variación de los indicadores financieros en dichas ventanas[4].

Los gráficos 1 y 2 contienen los resultados de este ejercicio. De acuerdo con el gráfico 1, los tres anuncios tuvieron un impacto positivo en las bolsas europeas, siendo algo mayor en el caso del índice español (IBEX-35) que en el del europeo (EUROSTOXX-50). Asimismo, los aumentos fueron de cuantía mayor para los respectivos subíndices bancarios que para los índices generales. El acuerdo final del Consejo Europeo fue el que propició mayores revalorizaciones bursátiles, tanto en los subíndices bancarios (3,8 % y 4 % en el índice bancario español y en el EUROSTOXX Bancos, respectivamente) como en los índices generales (2,2 % en el IBEX-35 y 1,7 % en el EUROSTOXX-50), seguido de cerca por la propuesta franco-alemana; el efecto de la propuesta de la CE fue más limitado. Asimismo, la volatilidad bursátil en la UEM, medida con el índice VSTOXX, se redujo considerablemente, como consecuencia tanto del acuerdo final (descenso del 4,8 %) como de la propuesta franco-alemana (caída del 4 %), mientras que apenas varió con la propuesta de la CE.

Los tres eventos tuvieron, asimismo, un impacto relevante en los mercados de deuda soberana (véase gráfico 2). En el caso de España, la rentabilidad del bono a diez años y su diferencial con el bono alemán del mismo vencimiento disminuyeron de forma apreciable tras el acuerdo final del Consejo Europeo [con descensos de casi 4 puntos básicos (pb) en ambas variables] y tras la propuesta de la CE (3 pb y 7 pb, respectivamente), mientras que la propuesta franco-alemana redujo el diferencial en 4 pb, pero apenas afectó a la rentabilidad. En cambio, en el caso de Italia, la propuesta franco-alemana fue el evento con mayor impacto en la rentabilidad del bono a diez años y en su diferencial con el bono alemán (descensos de 9 pb y 13 pb, respectivamente), seguida de la propuesta de la CE (caídas de 6 pb y 10 pb, respectivamente); el acuerdo final del Consejo Europeo tuvo, sin embargo, un efecto algo más limitado (una disminución de 5 pb en ambas variables). Por su parte, las rentabilidades de los bonos alemanes y franceses a diez años se incrementaron ligeramente en respuesta a la propuesta de la CE (en 1 pb y 4 pb, respectivamente) y a la propuesta franco-alemana (en casi 4 pb y 2 pb, respectivamente)[5], mientras que el acuerdo final apenas tuvo algún efecto sobre ambos indicadores.

En definitiva, de acuerdo con el análisis presentado en este recuadro, los hitos más relevantes que llevaron al acuerdo del Consejo Europeo de 21 de julio para la creación del fondo de recuperación *Next Generation EU* han tenido efectos positivos en los mercados bursátiles del área del euro y han supuesto, asimismo, una relajación en las condiciones de financiación de los Tesoros italiano y español. Esta reacción positiva de los mercados financieros sugiere que los inversores interpretaron que la creación de un fondo de estas características conllevaría un impulso al crecimiento del área del euro, así como un reforzamiento del proyecto común europeo.

4 Véase la nota al pie de los gráficos 1 y 2 para más información sobre las ventanas de tiempo escogidas. La dificultad para establecer el momento exacto en que la información tuvo una difusión suficientemente amplia en los mercados financieros sugiere la necesidad de utilizar ventanas de varias horas, con el fin de recoger la reacción de los mercados causada por este evento. Sin embargo, esto implica que la evolución de los mercados podría verse afectada también por otros eventos contemporáneos.

5 El aumento de la rentabilidad de los bonos soberanos franceses y, principalmente, alemanes podría deberse a un mayor apetito por el riesgo de los inversores como consecuencia de los anuncios, acorde con las subidas de las valoraciones bursátiles.

Recuadro 6

EL MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA CORPORATIVA DURANTE LA CRISIS DEL COVID-19

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 7 de septiembre

La crisis del Covid-19 ha provocado efectos sustanciales en el contexto macrofinanciero, tanto a nivel global como en la economía española, que han impactado de forma muy significativa en las condiciones de oferta y de demanda de los mercados de financiación, especialmente de aquellos a los que acuden las empresas no financieras. Así, la demanda de fondos en estos mercados se ha elevado debido al aumento de los déficits de liquidez que se ha generado como consecuencia de la brusca caída de los ingresos de las compañías. Por el lado de la oferta de financiación, se ha producido un aumento de los riesgos percibidos, lo que tiende a traducirse en un endurecimiento de las condiciones de acceso a estos mercados, si bien este efecto podría verse mitigado por las distintas medidas encaminadas a estimular la oferta de financiación que han implementado las autoridades económicas, entre las que se incluyen los programas de avales públicos de los préstamos y las compras de activos, y el suministro extraordinario de financiación por parte de los bancos centrales[1].

En este recuadro se analiza la evolución del mercado español de deuda corporativa durante la crisis del Covid-19 con el fin de identificar hasta qué punto las compañías españolas están cubriendo sus necesidades de financiación en estos mercados y las condiciones con las que han captado estos recursos[2]. En este sentido, conviene aclarar que, con carácter general, las empresas pueden cubrir sus necesidades de financiación a través del recurso a los préstamos bancarios, o bien mediante la emisión de valores de renta fija en los mercados de capitales. Esta última vía, que es utilizada fundamentalmente por las compañías de mayor dimensión, ha ido ganando importancia relativa en España y en otros países durante los últimos años[3].

El gráfico 1 muestra que, entre finales de febrero y los últimos días de marzo, se produjo un fuerte repunte de los costes de financiación de las empresas no financieras españolas en los mercados de capitales, fenómeno que se observó de forma generalizada en los mercados financieros internacionales. Esta evolución fue reflejo de la menor predisposición de los inversores a invertir en este tipo de activos en un contexto de preocupación creciente por los riesgos de impago. Como suele ocurrir en estos episodios, el endurecimiento de las condiciones de financiación fue más acusado en el segmento de los bonos de alto rendimiento, que incluye las emisiones de las empresas con peor calidad crediticia, que en el de grado de inversión, con una mejor calidad crediticia. Durante los meses siguientes, las condiciones de acceso a la financiación en estos mercados fueron mejorando paulatinamente, tanto en España como en los mercados internacionales, evolución que se vio favorecida por la rápida actuación de las autoridades económicas. A pesar de esta evolución, a mediados de agosto los costes de financiación se situaban todavía por encima de los niveles anteriores al estallido de la crisis del Covid-19, en torno a 25 puntos básicos (pb) más elevados en el caso de los bonos con calificación de grado de inversión y a 300 pb en los de la categoría de alto rendimiento.

En el gráfico 2 se muestra la distribución de los saldos vivos[4] de las emisiones de renta fija de las sociedades no financieras (SNF) españolas por categoría de calificación crediticia antes y después del estallido de la pandemia (28 de febrero y 31 de julio, respectivamente)[5]. En el gráfico se observa un desplazamiento moderado hacia peores calificaciones crediticias (en particular, el aumento de peso de la categoría BBB). Las rebajas en las calificaciones han afectado al 9,4 % del saldo vivo. De esta variación, 5,6 puntos porcentuales (pp) corresponden a revisiones a la baja dentro de la categoría de grado de inversión (BBB- o superior); 2,8 pp, a caídas dentro de la

1 Para más detalles de estas medidas, véase Banco de España (2020), *Informe Anual 2019,* capítulo 3, «El papel de las políticas económicas ante la pandemia en el plano internacional». Entre las medidas adoptadas se puede destacar, en el caso del área del euro, la introducción por el parte del Banco Central Europeo (BCE) de su nuevo Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia, con un tamaño inicial de hasta 750 mm de euros, ampliado posteriormente a 1.350 mm de euros.

2 Para un análisis de la financiación bancaria de las empresas durante la crisis del Covid-19, véase Banco de España (2020), *Informe Anual 2019,* recuadro 4.3, «Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del Covid-19».

3 Véase Banco de España (2017), *Informe Anual 2016,* capítulo 2, «La financiación de las sociedades no financieras españolas y sus decisiones de inversión».

4 Para realizar este gráfico se consideran los saldos vivos de emisiones de valores de renta fija de cada empresa en una fecha fija (31 de julio de 2020), con el fin de garantizar que la evolución en la distribución de la calidad crediticia de los emisores refleja cambios en sus calificaciones en lugar de las emisiones o amortizaciones que se hayan podido producir entre las dos fechas consideradas.

5 Los sectores más afectados por la crisis sanitaria son el transporte y almacenamiento, la hostelería, la restauración, el ocio y los vehículos de motor. A cada empresa se le asigna el sector del grupo financiero al que pertenece.

categoría de alto rendimiento, y 1 pp ha supuesto un descenso desde grado de inversión hasta alto rendimiento. En los sectores más afectados por la epidemia, las rebajas se han concentrado en movimientos dentro de la categoría de alto rendimiento, mientras que en el resto de los sectores las caídas de calificación han afectado en mayor medida a valores que se situaban inicialmente en el grupo de grado de inversión.

Tras estos cambios, el grueso del saldo vivo se sigue manteniendo en la categoría de grado de inversión (80 %, 1 pp menos que antes de la pandemia), si bien el peso de las dos categorías más próximas al grupo de alto rendimiento (BBB y BBB-) se ha elevado 5 pp, hasta representar el 64 % del total a finales de julio. Este aumento se explica fundamentalmente por las rebajas de calificación de las empresas que operan en los sectores menos afectados por la pandemia, ya que, como se ha comentado, entre las empresas que operan en las ramas más afectadas las caídas de calificación se han concentrado en valores que antes del comienzo de la crisis sanitaria ya se situaban dentro de la categoría de alto rendimiento. Naturalmente, los valores de las categorías BBB y BBB- son potencialmente los más expuestos a eventuales bajadas adicionales en su calificación que les lleven a caer en la categoría de alto rendimiento. Este movimiento suele traer consigo un deterioro potencialmente significativo de las condiciones de acceso a la financiación en estos mercados para sus emisores, debido, entre otros factores, a que muchos inversores (como algunos fondos de inversión o el propio Eurosistema en sus programas de compra de activos) no están autorizados a adquirir activos por debajo del grado de inversión.

El gráfico 3 muestra la evolución de los volúmenes emitidos por las empresas no financieras españolas en los mercados de renta fija desde enero de 2019. Se observa que, en marzo de 2020, en línea con el endurecimiento de las condiciones de financiación en estos mercados, hubo una caída intensa de las emisiones brutas. De este modo, en marzo la emisión neta (emisión bruta menos amortizaciones) fue negativa y alcanzó el importe más reducido desde febrero de 2014. Sin embargo, en línea con la mejoría en las condiciones de financiación que se ha producido en los

Gráfico 1
TIPOS DE INTERÉS DE BONOS Y OBLIGACIONES DE SNF (a)

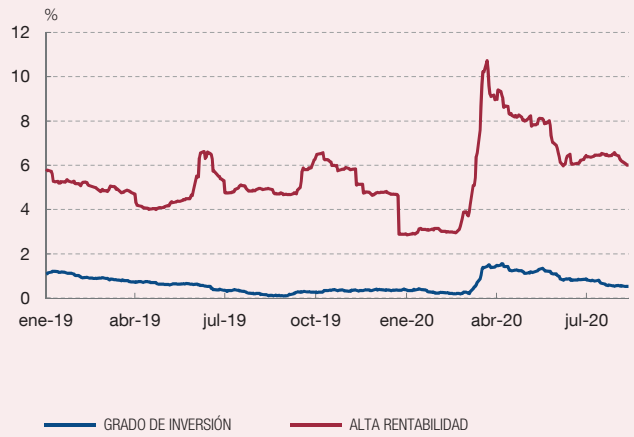
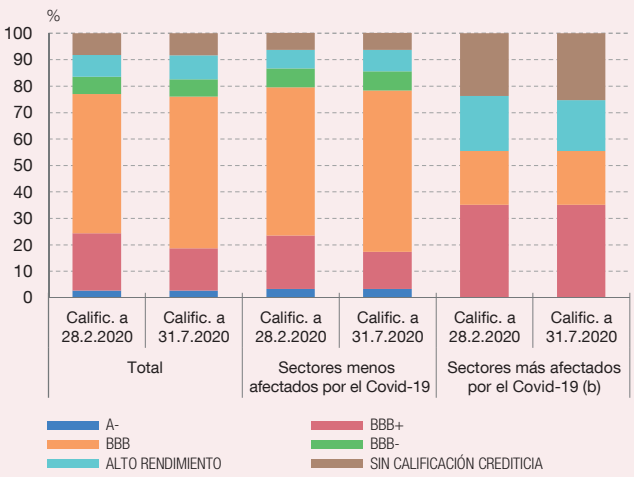


Gráfico 2
DISTRIBUCIÓN DE LOS SALDOS VIVOS, A 31 DE JULIO DE 2020, DE EMISIONES DE VALORES DE RENTA FIJA DE SNF POR CATEGORÍA DE CALIFICACIÓN CREDITICIA



FUENTES: Banco de España, Dealogic y Bloomberg Data License.

a Para el cómputo de las rentabilidades de los bonos y las obligaciones se ha calculado una media diaria de las rentabilidades de estos títulos ponderada por los saldos vivos (distinguiendo entre grado de inversión y alto rendimiento) y se ha restringido el análisis a títulos con vencimiento a tres-diez años para usar un grupo de activos relativamente homogéneo. Acotar más el rango de vencimientos implicaría una lista muy reducida de bonos y obligaciones de alto rendimiento, lo que llevaría a una muestra con pocos precios y muy sensible a la inclusión de nuevos títulos emitidos o a la exclusión de aquellos que vencen. No obstante, el gráfico muestra una caída brusca en la rentabilidad de los bonos y las obligaciones de alto rendimiento a finales de 2019, ya que esta serie se obtiene con algo más de una treintena de títulos, debido al bajo peso de estas emisiones en el mercado español de deuda corporativa.
b Se corresponde con los sectores de transporte y almacenamiento, hostelería, restauración y ocio, y vehículos de motor.

últimos meses, a partir de abril hubo una recuperación importante de la actividad en los mercados primarios de renta fija, de modo que la emisión neta volvió a ser positiva, aunque los volúmenes emitidos se habrían reducido al final del período analizado. En términos acumulados, entre marzo y julio las emisiones brutas ascendieron a más de 39 mm de euros y han supuesto una captación neta de recursos de 4 mm de euros, cifras inferiores a los 43 y 11 mm de euros registrados en el mismo período del año anterior.

El desglose de las emisiones brutas por instrumento, recogido en el gráfico 4, también revela la evolución del mercado de deuda corporativa durante la pandemia. Así, en un primer momento, durante el mes de marzo, prácticamente todas las transacciones correspondieron a pagarés (casi 3 mm de euros), que generalmente presentan un menor riesgo de crédito para sus tenedores, dado que se trata de activos financieros a corto plazo. Posteriormente, la situación en el mercado se fue normalizando, gracias a la implementación de diversas actuaciones encaminadas a mejorar la financiación empresarial, y, a partir de abril, las SNF sustituyeron la financiación a corto plazo —mediante pagarés— por financiación a más largo plazo —a través de bonos y obligaciones—. Dicha evolución se produjo a pesar del apoyo que supuso el programa adicional de avales públicos para la emisión de pagarés[6] y de la inclusión de los pagarés de SNF con calidad crediticia en la lista de activos elegibles por el programa de compra de bonos corporativos del BCE. El incremento del peso relativo de los valores a medio y a largo plazo durante los últimos meses, que se ha reflejado también en un ligero aumento en el plazo medio ponderado de las emisiones, es un desarrollo positivo, ya que estos valores llevan asociado un menor riesgo de refinanciación para las empresas emisoras en comparación con los pagarés, debido a que su devolución tiene lugar durante un período más prolongado. No obstante, entre marzo y julio de 2020 el importe emitido con bonos y obligaciones (alrededor de 16 mm de euros) fue algo inferior al observado durante el mismo período del año anterior (17 mm de euros).

El gráfico 5 muestra el desglose de las emisiones brutas distinguiendo si estas se han realizado por las empresas que operan en los sectores más o menos afectados por la crisis del Covid-19. Se observa, en primer lugar, que el recurso a los mercados de renta fija de las empresas más afectadas por la pandemia ya venía siendo comparativamente muy reducido antes de su estallido (apenas representaron el 14 % de las emisiones brutas entre enero de 2019 y febrero de 2020). Ello se debe a que las empresas más afectadas por esta perturbación presentan un tamaño medio comparativamente más reducido que el resto, lo que limita sus posibilidades de acceso a los mercados de capitales, incluso en tiempos normales. A raíz de la pandemia, el peso relativo de las emisiones realizadas por las empresas que operan en los sectores más afectados se ha reducido y ha pasado a representar menos del 8 % del total. En términos de volumen, las emisiones acumuladas de estas compañías entre marzo y julio de 2020 se redujeron un 63 % en comparación con el mismo período de 2019, frente a un aumento del 2,5 % en las emisiones realizadas por el resto de las empresas. El menor recurso de las empresas más afectadas por la pandemia a los mercados de renta fija durante los últimos meses, a pesar del aumento relativo más acusado de sus necesidades de financiación[7], reflejaría, en parte, una cierta sustitución en las fuentes de financiación de las citadas empresas, en un contexto en el que las condiciones de acceso a estos mercados se han endurecido. En particular, estas compañías habrían podido encontrar unas condiciones más favorables en la financiación bancaria gracias al programa de avales públicos establecido por el Gobierno por un importe máximo de 140 mm de euros. En efecto, las empresas más pequeñas y las de los sectores más afectados son las que más han utilizado este programa[8].

Por último, el gráfico 6 muestra el desglose de las emisiones según el tamaño de las empresas, aproximado por el saldo vivo de sus emisiones de deuda. Se observa que tras la pandemia se ha elevado más de 4 pp el peso relativo de las emisiones realizadas por las compañías de mayor dimensión (aproximadas como el 25 % de las

6 El Consejo de Ministros, en su reunión del 5 de mayo de 2020, aprobó una dotación de 4.000 millones de euros adicionales con cargo a la línea de avales del ICO para garantizar las emisiones de pagarés de empresas no financieras en el Mercado Alternativo de Renta Fija, con sede en España.

7 Véase R. Blanco, S. Mayordomo, A. Menéndez, y M. Mulino (2020), «Las necesidades de liquidez y la solvencia de las empresas no financieras españolas tras la perturbación del Covid-19», Documentos Ocasionales, n.º 2020, Banco de España.

8 Para más detalles sobre los préstamos acogidos a los avales públicos, véase Banco de España (2020), *Informe Anual 2019,* recuadro 4.3, «Evolución de la financiación bancaria para actividades productivas en el contexto de la crisis del Covid-19».

compañías con un mayor saldo vivo), en comparación con el mismo período del año anterior, y que estas compañías acumulan el 78 % de las emisiones realizadas. Este resultado, que también se ha observado en otros mercados internacionales[9], podría obedecer a un mayor deterioro de las condiciones de acceso a estos mercados de las empresas de menor dimensión relativa por ser percibidas como más arriesgadas, al estar menos diversificadas debido a su menor tamaño o más concentradas en los sectores más afectados por la pandemia. Adicionalmente, estas compañías tienden a proveer un menor grado de información financiera a posibles inversores. De hecho, una proporción mayor de las emisiones realizadas por estas no cuentan con calificación crediticia. Esto, en un contexto de elevada incertidumbre, habría podido desincentivar la adquisición de estos títulos por parte de los inversores. Por otro lado, el menor peso relativo de las emisiones realizadas por

Gráfico 3
EMISIONES Y AMORTIZACIONES DE VALORES DE RENTA FIJA DE SNF (a)

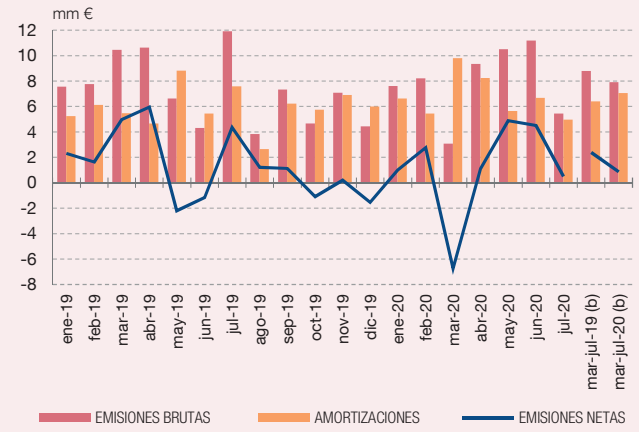


Gráfico 4
EMISIONES BRUTAS. DESGLOSE POR INSTRUMENTO (a)

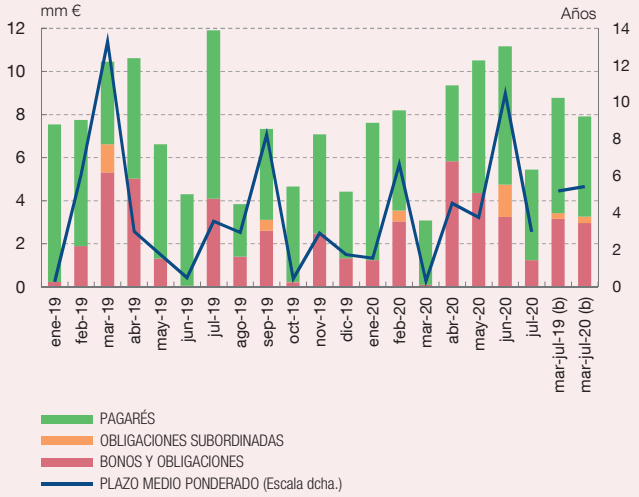


Gráfico 5
EMISIONES BRUTAS. DESGLOSE POR SECTOR (a)

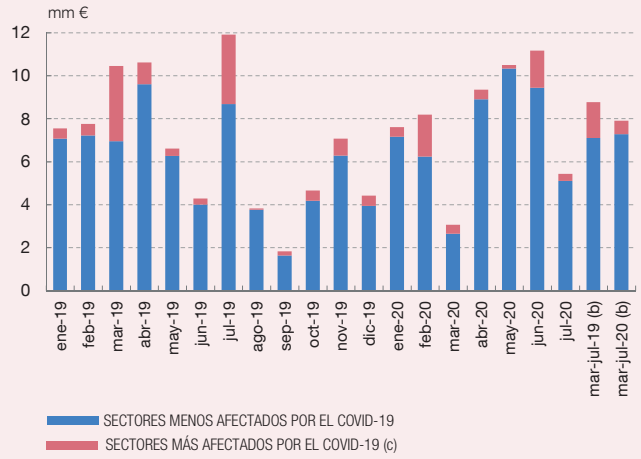
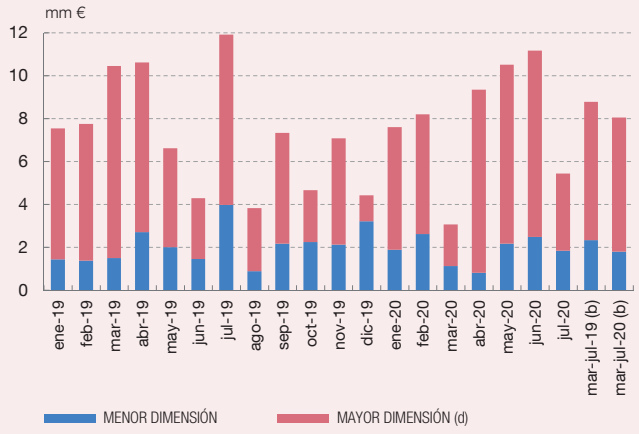


Gráfico 6
EMISIONES BRUTAS. DESGLOSE POR TAMAÑO DE EMPRESA (a)



FUENTES: Banco de España, Dealogic y Bloomberg Data License.

a Incluye las emisiones en el exterior de filiales no residentes.
b Medias mensuales del período.
c Se corresponde con los sectores de transporte y almacenamiento, hostelería, restauración y ocio, y vehículos de motor.
d Una empresa es de mayor dimensión si el saldo vivo del total de sus emisiones está por encima del percentil 75 de la distribución de esta variable.

9 Véase T. Goel y J. M. Serena (2020), «Bonds and syndicated loans during the Covid-19 crisis: decoupled again?», *BIS Bulletin* n.º 29.

empresas de menor tamaño también podría reflejar una sustitución en sus fuentes de financiación, debido a unas condiciones más favorables en el acceso al crédito bancario gracias al programa de avales públicos.

En resumen, la evidencia presentada en este recuadro muestra que, tras el fuerte endurecimiento inicial de las condiciones de acceso a los mercados de renta fija de las empresas no financieras españolas al inicio de la pandemia del Covid-19, los costes de financiación tendieron a reducirse paulatinamente, lo que favoreció un aumento de las emisiones. No obstante, la financiación captada por las compañías en estos mercados en los meses transcurridos desde el estallido de la crisis sanitaria es algo inferior a los niveles anteriores a la pandemia, y la calificación crediticia del salvo vivo de estas emisiones se habría deteriorado ligeramente. Esta dinámica, junto con el fuerte repunte observado recientemente en el crédito bancario destinado a las empresas no financieras, apunta a que, aunque el recurso a los mercados de renta fija habría seguido contribuyendo a la cobertura de las necesidades de financiación de las empresas españolas, lo habría hecho en menor medida que en el pasado, especialmente en el caso de aquellas que operan en los sectores más afectados por la pandemia.

Recuadro 7

LA RECUPERACIÓN DEL EMPLEO EN LOS ÚLTIMOS MESES: UNA PERSPECTIVA PROVINCIAL Y SECTORIAL

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 10 de septiembre

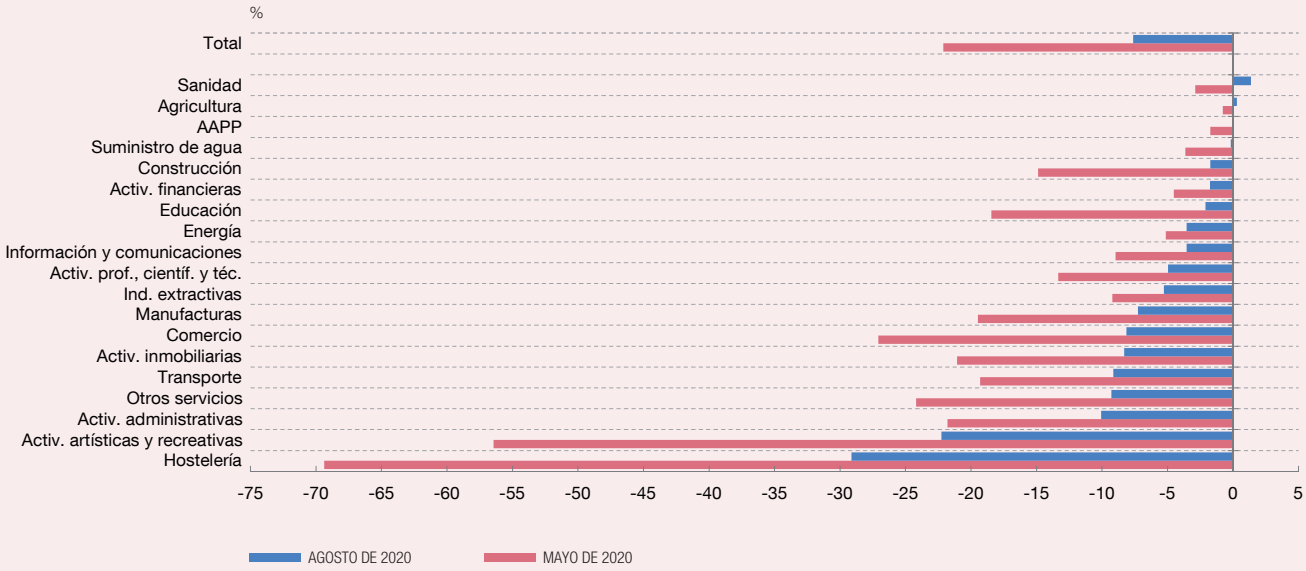
La afiliación media a la Seguridad Social aumentó en algo más de 330.000 afiliados (un 1,8 %) desde los mínimos registrados en abril hasta el mes de agosto. Si bien la creación de empleo ha sido superior a la que suele observarse en estos meses del año (por ejemplo, la afiliación aumentó un 0,3 % en el mismo período de 2019), esta solo ha permitido recuperar un 42 % del empleo que se perdió entre febrero y abril[1]. De esta forma, en agosto la afiliación todavía era un 2,4 % inferior a la registrada en febrero y permaneció un 2,8 % por debajo de la observada un año antes.

La intensidad del ajuste del empleo en los meses de confinamiento y su recuperación posterior se aprecia más claramente teniendo en cuenta la evolución reciente de los trabajadores afectados por expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). En particular, el número de trabajadores acogidos a este tipo de esquema se ha reducido desde los casi 3,2 millones que se alcanzaron en la media del mes de mayo (algo más del 17 % del total de afiliados) hasta los 894.478 registrados en el promedio del mes de agosto. Esta disminución, superior al 70 %, ha permitido que la afiliación en términos efectivos —calculada como la afiliación total menos los trabajadores afectados por ERTE— se haya recuperado de forma acusada durante los meses de verano, pasando de un descenso interanual superior al 20 % en mayo a una caída del 7,4 % en agosto.

El perfil mensual de la afiliación evidencia que la mayor parte de la recuperación del empleo que ha tenido lugar desde los mínimos de abril se ha concentrado en los meses de julio y agosto, una vez que se han relajado una gran mayoría de las restricciones que estaban en vigor durante las distintas fases del plan de desescalada que se llevó a cabo en los meses de mayo y junio. Sin embargo, en la segunda quincena del mes de agosto los datos diarios de afiliación a la Seguridad Social han mostrado un cierto agotamiento en esta senda de recuperación, lo que podría estar relacionado con las diferentes medidas tomadas en algunos territorios ante el empeoramiento de la crisis sanitaria.

En los últimos meses, la recuperación del empleo ha sido, no obstante, muy heterogénea por sectores y provincias. En el gráfico 1 se presenta la tasa de variación interanual de la afiliación efectiva por ramas de actividad. Se observa

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LA AFILIACIÓN EFECTIVA POR RAMAS DE ACTIVIDAD
Tasa interanual de la afiliación efectiva (a)



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

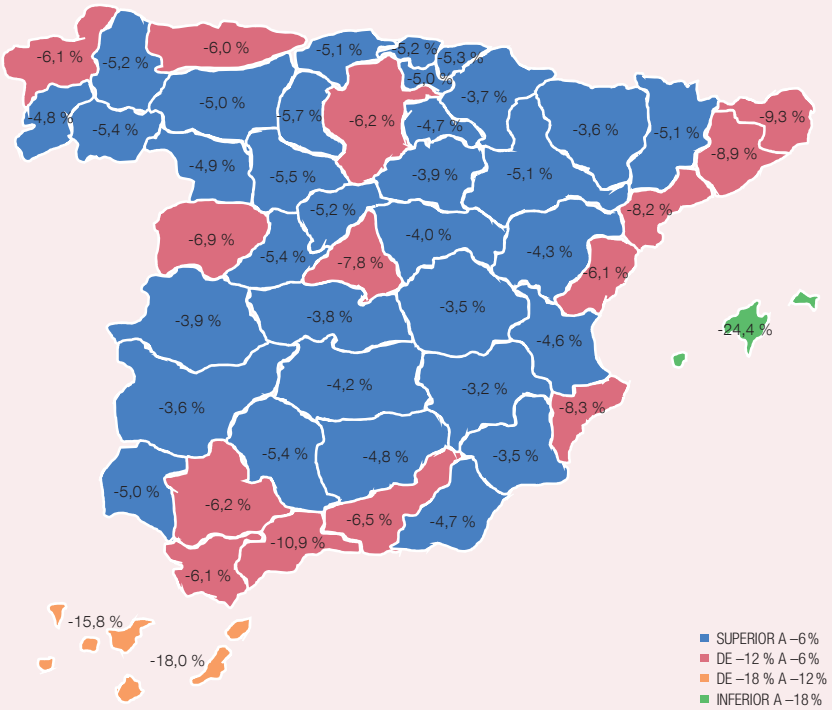
a Afiliación efectiva: afiliados totales menos trabajadores afectados por ERTE.

1 Utilizando los datos medios de cada mes.

que, aunque la recuperación desde los mínimos de mayo es generalizada, la dispersión sectorial está siendo elevada. En general, las ramas de servicios de mercado se encontraban en agosto más lejos de volver a su nivel de empleo de un año antes que el sector industrial y, sobre todo, que la construcción.

En los servicios de mercado, aunque la recuperación del empleo ha sido notable en los últimos meses, en agosto la afiliación efectiva aún se situaba casi un 12 % por debajo de su nivel de un año antes. En este segmento, en agosto los descensos interanuales más acusados se observaron en la hostelería (–29,1 %), sector en el que, no obstante, se ha producido una intensa recuperación desde mayo, cuando el descenso interanual del empleo alcanzó casi el 70 % por el cierre de muchas de las actividades de esta rama como consecuencia de las medidas desplegadas para la contención de la pandemia. A una escala más desagregada, cabe destacar que algunas de las ramas más directamente relacionadas con la actividad turística —como las actividades de las agencias de viajes, los servicios de alojamiento o los servicios de transporte aéreo— mantuvieron en agosto en torno a la mitad del nivel de empleo observado un año antes[2]. En el resto de los servicios de mercado, la brecha respecto al nivel de empleo de agosto del año pasado se mantuvo en torno al 10 % en algunas de las principales subramas, como el comercio y el transporte, y solo en algunas de las ramas menos afectadas por el descenso del empleo durante la primavera, como las actividades financieras, el empleo efectivo se situó en agosto en un nivel más cercano al observado en el mismo período de 2019 (–1,8 %). Finalmente, en el caso de los servicios de no mercado, la destrucción de empleo de marzo y abril

Gráfico 2
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DE LA AFILIACIÓN EFECTIVA EN AGOSTO DE 2020 (a)



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a Afiliación efectiva: afiliados totales menos trabajadores afectados por ERTE.

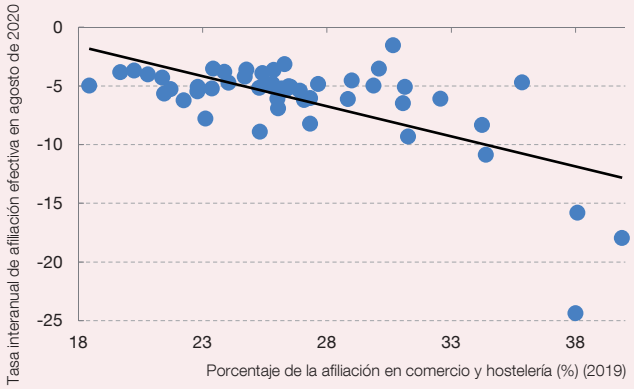
2 Para más detalles sobre el comportamiento del sector turístico en España en los últimos meses, véase el recuadro 8 de este Informe, «Evolución reciente del turismo extranjero en España».

solo fue comparable a la observada en las ramas de mercado en la educación (–18,4 % en mayo), sector en el que recientemente se ha producido una fuerte recuperación del empleo (–2,1 % en agosto). En cuanto a los servicios sanitarios y la Administración Pública, en agosto el nivel de afiliación fue levemente superior al observado un año antes.

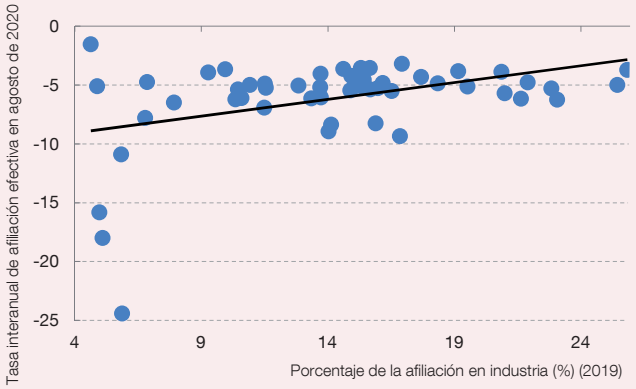
En el sector industrial, si bien el empleo se ha comportado, en general, de forma más favorable que en los servicios, este también ha mostrado una notable heterogeneidad por ramas de actividad. Así, por ejemplo, en los últimos meses la evolución del empleo ha sido relativamente dinámica en la fabricación de vehículos de motor, que ha pasado de un descenso en la afiliación efectiva del 35 % en mayo al –7,3 % en agosto, y en la fabricación de productos farmacéuticos, sector que no se vio afectado por el ajuste del empleo en los meses de confinamiento y que en agosto se situó un 0,8 % por encima de su nivel de empleo en el mismo período de 2019. En sentido contrario, en otras ramas, como la confección de prendas de vestir o la industria del cuero, el empleo aún se mantenía en agosto más de un 15 % por debajo de su nivel de un año antes.

Gráfico 3
AFILIACIÓN EFECTIVA Y ESTRUCTURA SECTORIAL POR PROVINCIAS

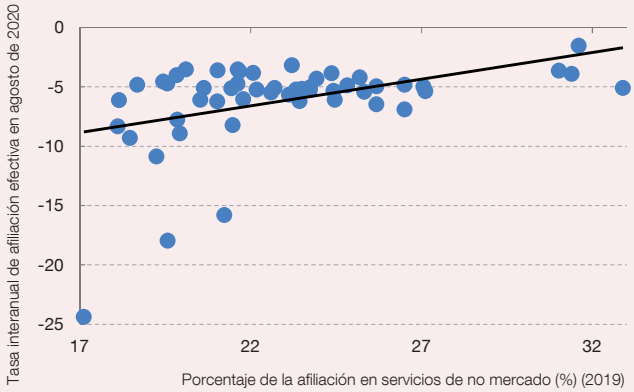
1 RELACIÓN ENTRE AFILIACIÓN EFECTIVA Y ESPECIALIZACIÓN EN COMERCIO Y HOSTELERÍA (a) (b)



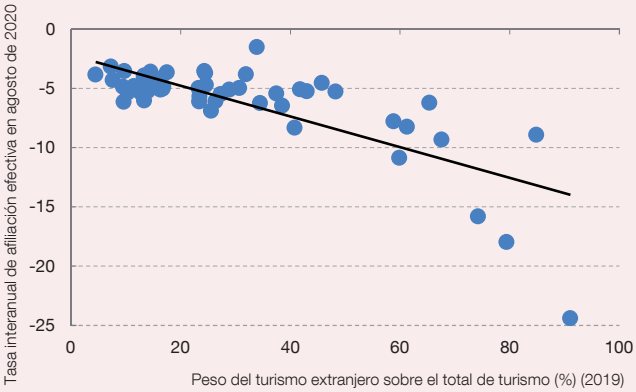
2 RELACIÓN ENTRE AFILIACIÓN EFECTIVA Y ESPECIALIZACIÓN EN INDUSTRIA (a) (b)



3 RELACIÓN ENTRE AFILIACIÓN EFECTIVA Y ESPECIALIZACIÓN EN SERVICIOS DE NO MERCADO (a) (b)



4 RELACIÓN ENTRE AFILIACIÓN EFECTIVA Y PESO DEL TURISMO EXTRANJERO (a) (c)



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a Afiliación efectiva: afiliados totales menos trabajadores afectados por ERTE.
b La especialización en cada sector se mide como el peso del sector correspondiente en el total del empleo de cada provincia en el promedio de 2019.
c El peso del turismo extranjero se calcula como el peso de las pernoctaciones de residentes extranjeros sobre el total de pernoctaciones en cada provincia en agosto de 2019 a partir de la Encuesta de Ocupación Hotelera [Instituto Nacional de Estadística (INE)].

El gráfico 2 muestra que en los últimos meses la evolución del empleo también se ha caracterizado por una elevada disparidad provincial. En términos generales, se aprecia que, en las provincias costeras del Mediterráneo, en Madrid y, especialmente, en las Islas Baleares y Canarias, la contracción del empleo en términos interanuales se mantuvo en agosto muy por encima de la observada en las provincias del interior. Así, a pesar de la recuperación observada después de los mínimos alcanzados en mayo, cuando los descensos interanuales del empleo superaron el 40 % en las Islas Baleares y el 30 % en las dos provincias de Canarias, en agosto la afiliación efectiva todavía se situaba un 24,4 % por debajo de su nivel del mismo mes de 2019 en las Islas Baleares, y un 18 % y un 15,8 % en Las Palmas y Santa Cruz de Tenerife, respectivamente. Los descensos interanuales son inferiores, aunque cercanos al 10 %, en otras provincias mediterráneas, como Málaga, Gerona, Barcelona y Alicante. Por el contrario, en algunas provincias del interior, como Cuenca, Albacete, Badajoz o Huesca, las caídas interanuales de la afiliación efectiva se situaron en torno al 3 % en agosto.

Esta heterogeneidad provincial en el comportamiento del empleo se explica, en gran medida, por las diferencias provinciales en cuanto a la estructura sectorial. Así, como se puede apreciar en los gráficos 3.1-3.4, en agosto el descenso interanual del empleo fue más intenso en aquellas provincias con un mayor peso del comercio y la hostelería —fuertemente afectados por las restricciones a la movilidad durante el período de confinamiento y cuyos niveles de actividad aún no han podido recuperarse en la misma medida que en otras ramas productivas—, así como del turismo extranjero en el total de la actividad turística, y con un menor peso del sector industrial y de los servicios de no mercado[3].

3 Calculado como el porcentaje de las pernoctaciones realizadas por residentes extranjeros en agosto de 2020 sobre el total de pernoctaciones registradas en dicho mes según los datos de la Encuesta de Ocupación Hotelera del INE.

Recuadro 8

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TURISMO EXTRANJERO EN ESPAÑA

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 9 de septiembre

En España, las exportaciones de servicios turísticos supusieron en 2018 el 5,6 % del PIB y el 16 % del total de las exportaciones de bienes y servicios, porcentajes muy superiores a los que se observan en las principales economías de la Unión Económica y Monetaria, con la excepción de Portugal y Grecia (véase gráfico 1). Por lo tanto, la economía española es particularmente sensible a la evolución de este sector, en términos tanto de actividad como del saldo neto exterior (dentro del cual el superávit turístico superó el 3 % del PIB en 2019).

En este recuadro se describen las dinámicas más recientes del turismo extranjero en España[1], después del histórico colapso que registró en el segundo trimestre de este año como consecuencia de la pandemia de Covid-19[2]. Naturalmente, estas dinámicas han estado muy condicionadas por la propia evolución de la crisis sanitaria y por las medidas desplegadas para su contención, con dos fases claramente diferenciadas en los últimos meses.

A finales de junio y principios de julio, tras unas semanas en las que la situación epidemiológica en España y en la mayoría de los países de nuestro entorno había mostrado una clara senda de mejoría, se relajaron las restricciones que se habían impuesto a la movilidad internacional en los momentos de mayor incidencia de la enfermedad[3]. Esto permitió que el turismo extranjero empezara a reactivarse en España de forma gradual. Así lo ponen de manifiesto diversos indicadores de alta frecuencia, entre los que destacan aquellos que aproximan el tráfico de pasajeros en los aeropuertos españoles, el gasto en nuestro país con tarjetas de crédito emitidas en el extranjero y las búsquedas en Internet de vacaciones en España desde nuestros principales mercados emisores[4], como ejemplifica el caso británico (véanse gráficos 2-4).

Los indicadores de frecuencia mensual utilizados habitualmente en el seguimiento de la coyuntura del turismo extranjero, disponibles solo hasta julio, apuntan también a una mejoría de los niveles de actividad en ese mes, aunque estos seguían siendo todavía muy reducidos (véanse gráficos 5 y 6). Así, por ejemplo, de acuerdo con los datos de la estadística Frontur, las llegadas de turistas extranjeros suavizaron en julio su ritmo de contracción hasta el 75 % interanual, frente al casi 98 % de junio. Como resultaba previsible, esta recuperación de las entradas de turistas se apoyó principalmente en aquellos procedentes de los países más cercanos (que pueden entrar con más facilidad por carretera, sin necesidad de recurrir a medios de transporte compartidos para su desplazamiento) y en aquellos que tienen residencia propia en España (o, de manera más general, que se alojan sin pago de una contraprestación monetaria)[5]. En efecto, mientras que las entradas de turistas procedentes de Francia disminuyeron un 58 % en términos interanuales, las provenientes del Reino Unido, más dependientes del tráfico aéreo, lo hicieron en un 83 %.

De modo análogo, la Encuesta de Ocupación Hotelera (EOH) mostró una menor contracción interanual de las pernoctaciones hoteleras realizadas por no residentes en julio (–86 %) que en los tres meses previos (en los que prácticamente no se registraron estancias), aunque el retroceso continuó siendo muy abultado. Entre los principales mercados emisores, la intensidad de las caídas fue, de nuevo, más acusada en el caso de los turistas británicos (un –91,4 %). Por último, la Encuesta de Gasto Turístico apunta a una evolución similar, con un retroceso del gasto de los visitantes extranjeros de hasta cerca del 80 % interanual en julio, tras el –98,6 % de junio. Esta contracción reflejó tanto la caída de las llegadas de turistas descrita anteriormente como la de su gasto medio

1 En este recuadro, el término «turismo extranjero» se emplea para referirse a aquel realizado por ciudadanos que no residen en nuestro país. La evolución del turismo nacional —esto es, aquel realizado por residentes— en los últimos meses no se aborda en este recuadro. No obstante, de acuerdo con la última información disponible, en este período el comportamiento de este segmento del sector habría sido más favorable que el observado para el turismo extranjero. Así, por ejemplo, en julio las pernoctaciones hoteleras efectuadas por residentes disminuyeron, en términos interanuales, un 50 %, frente a un 85,7 % en el caso de los no residentes.

2 Para más detalles, véase Banco de España (2020), *Informe Anual 2019,* recuadro 4.1 «Evolución reciente y perspectivas para el sector turístico español e implicaciones para el conjunto de la economía».

3 Así, por ejemplo, España abrió sus fronteras con los 26 países pertenecientes al espacio Schengen el 21 de junio (con la excepción de Portugal, cuya apertura se retrasó hasta el 1 de julio) y con otros 12 países (Australia, Canadá, Corea del Sur, Japón, Georgia, Montenegro, Nueva Zelanda, Ruanda, Serbia, Tailandia, Túnez y Uruguay) el 4 de julio.

4 Resulta necesario señalar que las políticas de cancelación más flexibles adoptadas por las agencias de viajes y los establecimientos hoteleros, en un contexto de elevada incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, conllevan que las búsquedas turísticas por Internet y las reservas no sean un indicador adelantado tan sólido de la actividad turística como antes de la pandemia.

5 Mientras que las entradas de turistas por carretera cayeron un 52,8 % interanual en julio, las que se produjeron por avión se contrajeron un 79,7 %. A su vez, las entradas de turistas que utilizaron alojamientos de no mercado se comportaron mejor que las de aquellos que recurrieron a establecimientos hoteleros (caídas interanuales del 50,2 % y 82,3 %, respectivamente).

EVOLUCIÓN RECIENTE DEL TURISMO EXTRANJERO EN ESPAÑA (cont.)

Gráfico 1
PESO DEL TURISMO EXTRANJERO (2018)

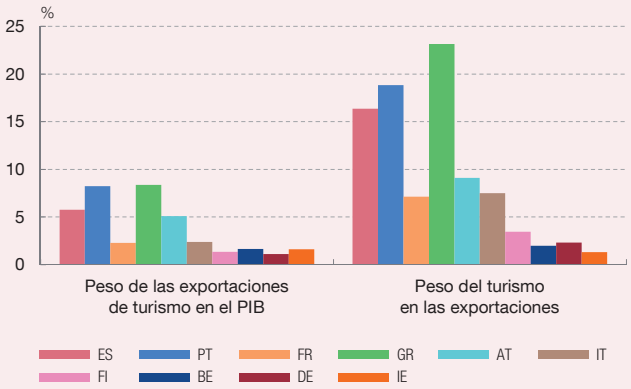


Gráfico 2
TRÁFICO AÉREO EN AEROPUERTOS ESPAÑOLES
Tasas de variación interanual (media móvil de siete días)

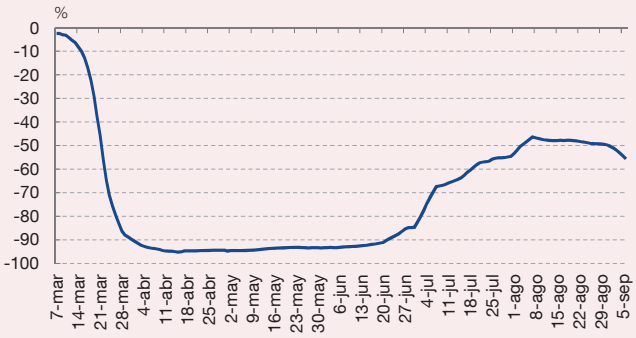


Gráfico 3
GASTO CON TARJETAS EXTRANJERAS
Tasas de variación interanual (media móvil de siete días)

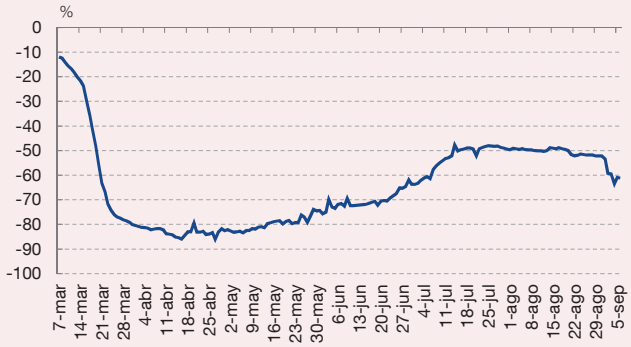


Gráfico 4
BÚSQUEDAS TURÍSTICAS EN GOOGLE DE VACACIONES EN ESPAÑA
Mercado emisor: Reino Unido

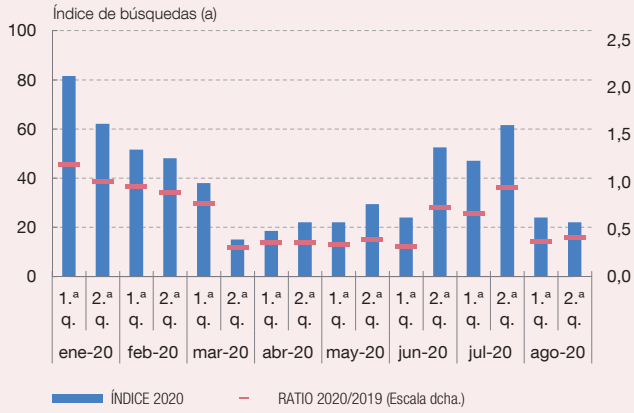


Gráfico 5
ESPAÑA: INDICADORES DE TURISMO EXTRANJERO POR PRINCIPALES MERCADOS EMISORES
Tasas interanuales en junio de 2020

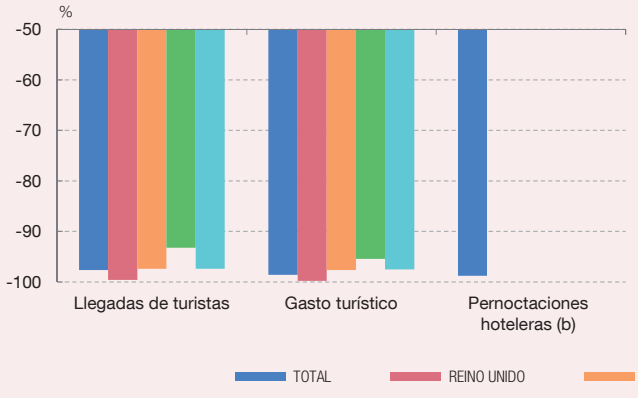
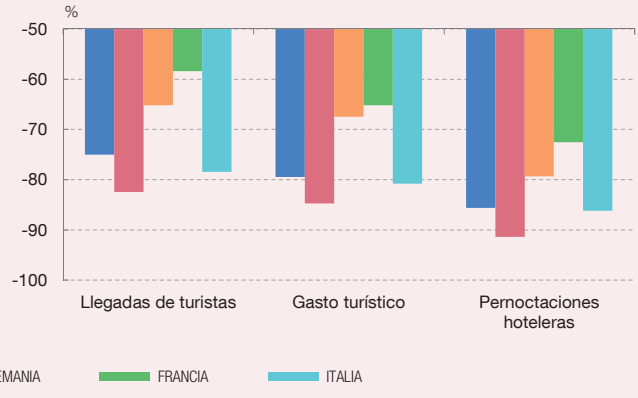


Gráfico 6
ESPAÑA: INDICADORES DE TURISMO EXTRANJERO POR PRINCIPALES MERCADOS EMISORES
Tasas interanuales en julio de 2020



FUENTES: Banco de España, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística, Eurocontrol, y Google Trends.

a Un valor de 100 indica la popularidad máxima de las búsquedas.
b Debido a la situación excepcional causada por la pandemia de Covid-19, la EOH no proporcionó un desglose internacional de las pernoctaciones en sus datos correspondientes al mes de junio.

diario (un 23,3 %), dinámicas que contrarrestaron una ligera ampliación de la estancia media (de 0,6 días, hasta los 8,1 días).

Por consiguiente, la paulatina reactivación del turismo extranjero tras la reapertura de las fronteras ha sido muy limitada. Además, a medida que iba avanzando el verano, esta trayectoria se ha visto truncada por el empeoramiento de la crisis sanitaria en nuestro país. Así, en respuesta al aumento sostenido del número de contagios por Covid-19 detectados en territorio nacional a partir de mediados de julio, muchos países han establecido nuevas restricciones para los viajeros procedentes de España o de algunas de sus regiones. Entre las limitaciones impuestas por nuestros principales mercados emisores, sobresalen, por parte del Reino Unido, la cuarentena impuesta desde el 26 de julio a todos los viajeros procedentes de España y, por parte de Alemania, la obligatoriedad para los viajeros procedentes de un número amplio de regiones españolas de realizarse un test a su llegada al país y de guardar cuarentena hasta, al menos, conocer los resultados[6]. En cualquier caso, de acuerdo con la información más reciente del Ministerio de Asuntos Exteriores, Unión Europea y Cooperación, una gran mayoría de los países de dentro y fuera de la UE han establecido alguna restricción de movimientos a los viajeros procedentes de España[7].

Naturalmente, estas nuevas restricciones (y las recomendaciones de no viajar a nuestro país) han tenido, y previsiblemente seguirán teniendo, un impacto muy acusado en los flujos de visitantes extranjeros. Asimismo, el hecho de que las autoridades españolas también hayan vuelto a imponer ciertas limitaciones de aforo y de actividad en el ocio y la restauración —con distinta intensidad en función de la región y de su situación epidemiológica— podría suponer un desincentivo adicional para la demanda turística. En todo caso, ya se ha observado que, en respuesta a las nuevas restricciones adoptadas por los países emisores, algunos de los principales operadores turísticos han cancelado sus viajes programados a España, fundamentalmente aquellos que requieren desplazamientos aéreos. Además, los mismos indicadores de alta frecuencia que a finales de junio y principios de julio evidenciaban una cierta reactivación del turismo extranjero hacia España muestran desde finales de julio un estancamiento (y, en algunos casos, una reversión) de dicha tendencia (véanse gráficos 2-4). En este sentido, fuentes del sector turístico apuntan a caídas en las reservas internacionales y a incrementos en las cancelaciones en las últimas semanas que confirmarían el cambio de tendencia en este sector. Esta dinámica de deterioro está provocando el cierre de una cierta proporción de establecimientos hoteleros antes del fin de la temporada, sobre todo en los destinos más dependientes del turismo extranjero, y un empeoramiento adicional de las perspectivas contempladas por el propio sector turístico español[8].

En resumen, la incipiente recuperación que el turismo extranjero había mostrado en España a finales de junio y principios de julio parece haberse truncado en agosto, el mes en el que esta partida de gasto registra habitualmente su máximo anual, como consecuencia del empeoramiento de la crisis sanitaria que se ha producido en las últimas semanas. Teniendo en cuenta la relevancia del turismo extranjero en el conjunto de la economía española y que, según los escenarios más recientes de la Organización Mundial del Turismo[9], es poco factible que los flujos globales de turismo alcancen los niveles previos a la crisis sanitaria antes de 2022, parece conveniente que las políticas económicas que se adopten en relación con este sector combinen elementos de mitigación de la acusada pérdida de rentas a corto plazo con estímulos que faciliten los cambios estructurales cuya necesidad había sido ya identificada con anterioridad al Covid-19. Entre otros aspectos, se requiere reforzar la digitalización y el capital humano del sector y la sostenibilidad de los destinos turísticos, en particular del litoral, con la finalidad de mejorar la experiencia turística a través de una oferta más diferenciada y menos congestionada, ofreciendo así unos servicios de mayor calidad. Estos avances permitirían consolidar la diversificación del turismo extranjero hacia mercados —como Estados Unidos, China y los países nórdicos— y segmentos —por ejemplo, el turismo urbano y de negocios— con mayor gasto promedio que ya se estaba iniciando antes de la crisis sanitaria.

6 El 8 de agosto, Alemania impuso estas medidas a los viajeros procedentes de Cataluña, Aragón y Navarra, y la amplió a aquellos procedentes de Madrid y País Vasco cuatro días más tarde, y a los de otras regiones con posterioridad. La última comunidad autónoma en ser objeto de esta medida ha sido Canarias, a partir del 2 de septiembre. Además, desde mediados de septiembre, las autoridades alemanas no proporcionarán test a los turistas que retornen y la cuarentena será obligatoria.

7 Dentro de la UE, únicamente Francia, Croacia, Bulgaria, Portugal, Suecia y Luxemburgo no han aplicado este tipo de restricciones, aunque Francia recomienda no viajar a Cataluña y Aragón.

8 Véase Exceltur (2020), «Revisión del impacto del Covid-19 sobre el sector turístico español», agosto.

9 Véase https://www.unwto.org/news/covid-19-international-tourist-numbers-could-fall-60-80-in-2020.

Recuadro 9

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

El Consejo Europeo acordó a finales de julio la creación de un fondo de recuperación de carácter temporal, denominado *Next Generation EU* (NGEU), para hacer frente a las consecuencias de la crisis del Covid-19 y acelerar la transición digital y ecológica de la economía europea[1]. La financiación del fondo se llevará a cabo mediante la emisión de deuda por parte de la Comisión Europea (CE). De acuerdo con las estimaciones preliminares del Gobierno, el volumen máximo de recursos que España podría recibir del fondo entre los años 2021 y 2026 ascendería a unos 140 mm de euros (un 12,6 % del PIB estimado para 2020[2]), de los cuales un 47 % sería en forma de transferencias directas y el resto vía préstamos. Para acceder a estos recursos, el Gobierno ha de presentar antes de fin de año un «plan de recuperación y resiliencia», cuya coherencia con las recomendaciones específicas de la CE para nuestro país habrá de ser valorada por esta institución.

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

Este recuadro presenta una primera aproximación de los efectos potenciales sobre la economía española, bajo distintos supuestos relativos a los principales factores que condicionan dicho impacto, que en gran parte coinciden con los aspectos aún no clarificados del programa, y sobre los que existe una elevada incertidumbre. En concreto, las fuentes de incertidumbre consideradas son cuatro: qué cuantía se ejecutará, cuál será el calendario de realización de los proyectos (y su correspondencia con el de la recepción de los fondos), cuál será el reparto entre transferencias y préstamos de los recursos recibidos, y a qué tipo de proyectos se destinarán esos recursos.

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

Cabría añadir, además, otro elemento de incertidumbre —que este recuadro no aborda—, acerca de la magnitud de los efectos. La ausencia de referentes históricos cercanos de programas que impliquen una movilización de recursos a tan gran escala dentro de la UE dificulta la cuantificación de las posibles sinergias que podrían derivarse de la ejecución simultánea de un conjunto muy elevado de proyectos de gran tamaño en los distintos Estados miembros, como parece que ocurrirá como consecuencia del NGEU[3]. Un aspecto reseñable en este sentido es el relativo a los efectos positivos para el funcionamiento de los mercados de capitales europeos que cabe esperar del aumento muy significativo que se producirá del volumen de activos de alta calidad crediticia disponibles en la UE como consecuencia de las emisiones supranacionales realizadas en el marco de los distintos programas europeos puestos en marcha en respuesta al Covid-19[4].

---

1 Los detalles del programa se describen en el recuadro 5 («*Next Generation EU:* Principales características e impacto de su anuncio sobre las condiciones financieras»).

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

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

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

Recuadro 9

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

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

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

Por un lado, en los escenarios construidos bajo el supuesto de «ejecución temprana» se contempla que el impulso sobre la actividad del programa NGEU se concentre en los tres próximos años (2021-2023), en consonancia con la estipulación del acuerdo que establece que el 70 % de los compromisos sean adoptados antes de finales de 2022 y el 30 % restante en 2023. Por consiguiente, en las simulaciones de ejecución temprana se considera que el 70 % de la cantidad normalizada de gasto se ejecuta a partes iguales en 2021 y 2022 (esto es, 3,5 mm de euros en cada uno de los dos años). La adopción del calendario de compromisos es equivalente a asumir que, como sucede habitualmente con los fondos estructurales y de inversión europeos actualmente existentes (como, por ejemplo, el FEDER), las AAPP españolas adelantarían parte de las cantidades asignadas, de forma que la ejecución de los proyectos y su efecto sobre las decisiones de gasto de los agentes se aproximarían al calendario de compromisos.

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

Respecto a la tercera cuestión, esto es, la distribución de los fondos recibidos entre transferencias directas y préstamos, respectivamente, hay que tener en cuenta que el impacto sobre la actividad es mayor bajo la primera modalidad. En el futuro, España deberá reembolsar la totalidad de las cantidades recibidas vía préstamos. En el caso de las transferencias, España deberá contribuir a financiar la deuda europea generada por las transferencias recibidas por todos los países en una proporción igual a la de su contribución a los recursos que la UE destine dentro del presupuesto europeo a la devolución de esa deuda[5]. Ahora bien, nuestro país se vería beneficiado en términos netos por la parte del programa materializada bajo transferencias, ya que, en todo caso, su cuota en él supera a esta eventual contribución. En el corto plazo, el gasto realizado se ve compensado, contablemente, cuando se financia mediante una transferencia, por un ingreso de la misma

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

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

De cualquier forma, aunque los préstamos sean, por este motivo, menos atractivos que las transferencias, resultan aun así ventajosos en la medida en que su coste sea inferior al de la emisión de deuda soberana española al mismo plazo[6]. A la luz de estas consideraciones acerca del diferente impacto macroeconómico de los recursos materializados bajo uno y otro instrumento, y dada la incertidumbre sobre la distribución entre ambos, las simulaciones realizadas contemplan dos supuestos alternativos acerca de la forma de recepción de los recursos, denominados «transferencias» y «préstamos», en los que se supone que España recibe la cantidad normalizada de 10 mm de euros íntegramente bajo una u otra modalidad.

Por último, existe una considerable incertidumbre en cuanto al tipo de proyectos a los que podrán ser destinados los fondos europeos[7], a la que, como ya se ha mencionado, hay que añadir la relativa al multiplicador fiscal que se le ha de aplicar a la cantidad empleada en cada uno de ellos. Tanto los modelos teóricos como la evidencia empírica disponible indican que el gasto en inversión pública tiene un impacto sobre la actividad mayor y más persistente que el realizado en otras áreas, como el destinado al consumo público o las transferencias a hogares[8]. Esto es así, entre otros motivos, porque la inversión pública, además de aumentar la demanda de bienes a corto plazo, como en los otros casos, también contribuye a expandir el *stock* de capital productivo de la economía y, por consiguiente, a fomentar el crecimiento a medio y largo plazo[9]. En cualquier caso, la secuencia temporal del impacto de la inversión pública sobre la actividad depende de la naturaleza de los proyectos en los que se materialice. Así, por ejemplo, los efectos del gasto en I+D, aunque más elevados en un horizonte temporal suficientemente dilatado, pueden tardar más tiempo en materializarse que en el caso de otros proyectos de inversión pública.

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

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

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

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

8 En efecto, la evidencia empírica ha alcanzado un consenso casi generalizado según el cual el efecto multiplicador a medio plazo de la inversión pública sería mayor que 1, mientras que el del gasto en consumo público o prestaciones se situaría por debajo de esa cota. Véase V. Ramey (2019), «Ten Years After the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research?», *Journal of Economic Perspectives,* vol. 33(2), pp. 89-114, para una revisión de la evidencia existente. No obstante, las estimaciones están sujetas a un nivel de incertidumbre singularmente elevado. Así, por ejemplo, A. Abiad *et al.* (2016), «The macroeconomic effects of public investment: Evidence from advanced economies», *Journal of Macroeconomics,* 50, pp. 224-240, estima un multiplicador de la inversión pública de 1,4 al cabo de cuatro años para un conjunto de economías avanzadas. Además, el valor estimado puede llegar casi a duplicarse si la inversión se materializa en proyectos especialmente eficientes o durante períodos de bajo crecimiento económico. Por el contrario, otros estudios encuentran que el multiplicador de la inversión pública podría no superar en el corto plazo un valor de 0,6, especialmente cuando el estímulo fiscal es poco persistente [véase M. Alloza y C. Sanz (2020), «Jobs Multipliers: Evidence from a Large Fiscal Stimulus in Spain», de próxima aparición en *Scandinavian Journal of Economics].*

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

10 Véase A. Arencibia, S. Hurtado, M. de Luis y E. Ortega (2017), *New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE),* Documentos de Trabajo, n.º 1709, Banco de España. En este ejercicio se supone que la inversión pública tiene un efecto multiplicador sobre el PIB de entre 0,8 y 1,3 tras tres años, mientras que en el caso de las otras partidas de gasto este se situaría en 0,4 y 0,7.

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

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

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

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

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

En diferencias porcentuales de nivel

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

FUENTE: Banco de España.

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

Recuadro 9

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

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

En definitiva, de acuerdo con el análisis desarrollado en este recuadro, el programa NGEU tiene, por el volumen potencial de recursos que permitiría movilizar, la capacidad de convertirse en un importante elemento de apoyo a la recuperación de la economía española tras el impacto del Covid-19. Como ilustran los ejercicios anteriores, la maximización de esos efectos depende de un conjunto relativamente amplio de factores. Por un lado, es preciso desarrollar la capacidad para desplegar nuevos proyectos, de modo que, idealmente, el grueso de los recursos del programa no sea empleado para financiar gasto que se hubiera llevado a cabo en todo caso. Asimismo, un diseño e implementación temprana de esos proyectos tendrá un mayor efecto sobre la actividad en el corto plazo, lo que debería favorecer una recuperación más robusta de la economía española tras el fuerte impacto de la pandemia durante el conjunto de este año. Pero, además, es crucial que la elección de esos proyectos sea tal que se maximice la magnitud de su impacto en la actividad económica y las finanzas públicas, lo cual se vería favorecido si la distribución de los recursos se articulara en torno a un plan cuyo diseño partiera del objetivo de fortalecer el crecimiento de largo plazo de la economía.

Los mercados financieros internacionales han mostrado un tono generalmente favorable durante la parte transcurrida del tercer trimestre, aunque con cierta heterogeneidad por países y segmentos, en función del desarrollo de la crisis sanitaria

La evolución de los mercados financieros internacionales durante el tercer trimestre ha estado condicionada por distintos factores. Las políticas económicas que se han implementado para mitigar el impacto de la pandemia de Covid-19 sobre la actividad e impulsar la recuperación económica han continuado actuando como un soporte de las valoraciones de los activos financieros. Cabe destacar el mantenimiento del tono acomodaticio de las políticas monetarias en las principales áreas, el cual se ha visto reforzado en el caso de Estados Unidos con la modificación de la estrategia de la Reserva Federal que permitirá desviaciones transitorias de la tasa de inflación por encima del objetivo promedio del 2 % (véase recuadro 2). Además, en el ámbito fiscal, el Consejo Europeo aprobó en julio la puesta en marcha del plan de recuperación para Europa, que movilizará fondos por un total de 750 mm de euros, y cuyo anuncio tuvo un impacto positivo en las valoraciones de los principales mercados financieros (véase recuadro 5). Adicionalmente, los mercados de capitales internacionales se han visto afectados por la publicación de distintos indicadores de actividad económica —que han arrojado señales mixtas sobre la recuperación en marcha—, la evolución de la crisis sanitaria —con nuevos brotes de infección significativos en algunos países y diferentes expectativas sobre la posible obtención de una vacuna— y, de modo más puntual, ciertos factores geopolíticos —como las tensiones entre China y Estados Unidos y la creciente incertidumbre sobre el *brexit*—.

En los mercados bursátiles internacionales se han producido, en general, revalorizaciones de los índices, que han sido de mayor intensidad en el caso de Estados Unidos (véase gráfico 2.1). El índice S&P 500 ha alcanzado durante el trimestre nuevos máximos históricos, acumulando hasta la fecha de cierre de este Informe una revalorización del 7,7 % respecto de los niveles de finales de junio. En Europa, el avance de las cotizaciones ha sido más moderado, condicionado, entre otros factores, por el empeoramiento de la situación sanitaria en las últimas semanas. En la fecha de cierre de este Informe, el índice EUROSTOXX-50 había aumentado un 2,4 % desde finales de junio, aunque con una evolución muy heterogénea entre países. Así, mientras que en España el IBEX-35 retrocedió un 3,2 % durante el período, el DAX alemán se revalorizó un 7,3 %.

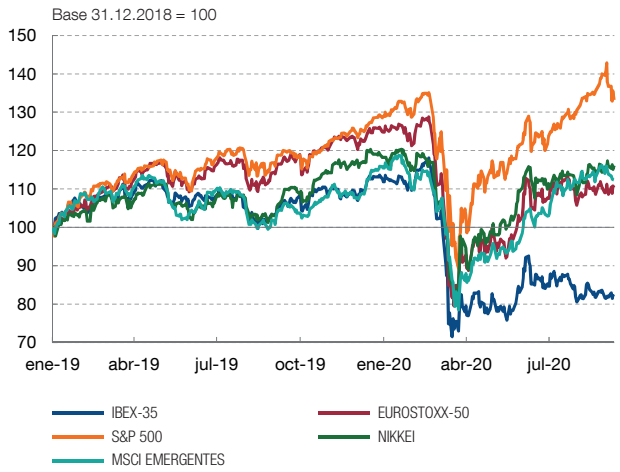
La evolución de los índices bursátiles generales oculta una elevada heterogeneidad sectorial. En el caso del EUROSTOXX-50, los sectores que han

Gráfico 2

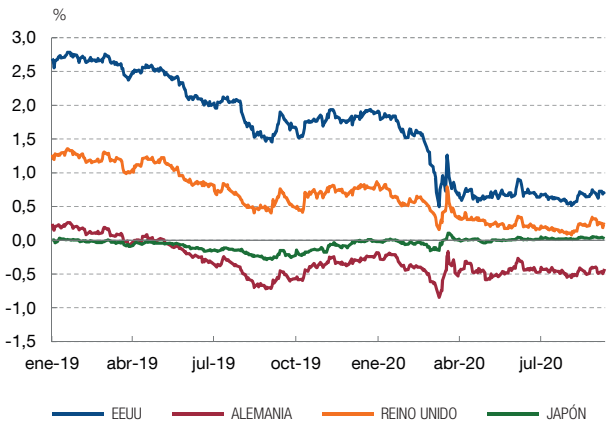
REVALORIZACIÓN DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES, RELATIVA ESTABILIDAD EN LAS RENTABILIDADES DE LA DEUDA SOBERANA DE MAYOR CALIDAD CREDITICIA, DESCENSO DE LAS PRIMAS DE RIESGO SOBERANAS EN LA UEM Y DEPRECIACIÓN DEL DÓLAR ESTADOUNIDENSE

Durante la parte transcurrida del trimestre, los índices bursátiles internacionales mostraron, en general, revalorizaciones, que fueron más intensas en Estados Unidos. No obstante, la evolución de las cotizaciones bursátiles ha mostrado una elevada heterogenidad por países y sectores. Las rentabilidades de la deuda soberana de mayor calidad crediticia han tendido a reducirse, sobre todo en Estados Unidos, hasta principios de agosto, revirtiéndose este movimiento con posterioridad. Las primas de riesgo de las deudas soberanas en la UEM han seguido reduciéndose, mientras que el dólar estadounidense se ha depreciado.

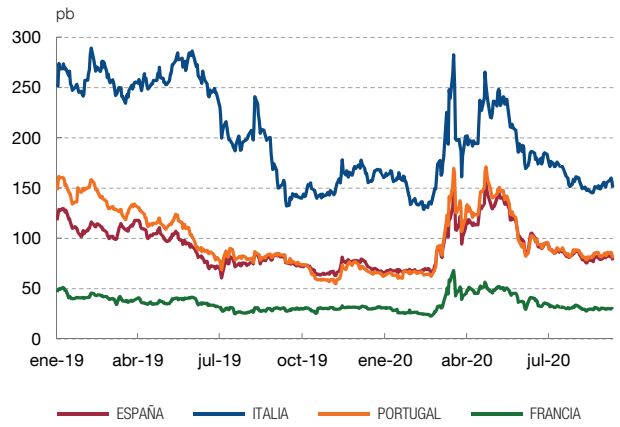
1 ÍNDICES BURSÁTILES



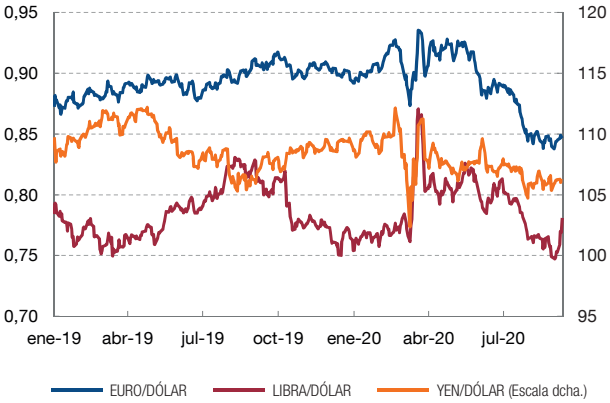
2 RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



3 DIFERENCIALES DE LA DEUDA SOBERANA. ÁREA DEL EURO



4 TIPOS DE CAMBIO BILATERALES FRENTE AL DÓLAR



FUENTE: Refinitiv Datastream.

experimentado mayores ganancias desde finales de junio son la automoción (13,5 %) y el turismo (8,4 %)[3]. Por su parte, el avance del S&P 500 se ha visto liderado por la

3 La recuperación de las cotizaciones de estos sectores se produce después de la caída sustancial que experimentaron en los meses anteriores. En todo caso, en estos sectores se observa una elevada heterogeneidad por países. Así, por ejemplo, el índice bursátil del sector turístico de la Bolsa de Madrid se ha reducido durante la parte transcurrida del tercer trimestre.

evolución de las cotizaciones de los sectores más cíclicos, como el de consumo discrecional, y, hasta su reciente corrección, por los grandes valores tecnológicos. El sector bancario ha seguido mostrando una peor evolución relativa en todas las áreas, condicionado por las expectativas de unos bajos tipos de interés durante un tiempo prolongado y por la percepción negativa del mercado sobre el impacto que la pandemia podría tener en la calidad de sus activos.

Las rentabilidades de las deudas soberanas a largo plazo de mayor calidad crediticia se redujeron hasta principios de agosto y repuntaron posteriormente, mientras que las primas de riesgo soberanas en la UEM y las de los bonos corporativos mostraron una pauta descendente a lo largo del trimestre. El 4 de agosto se alcanzaron el mínimo histórico en la rentabilidad del bono soberano de Estados Unidos a cinco años (un 0,5 %) y el segundo valor más bajo de la historia en la referencia a diez años. Desde entonces, estas rentabilidades se han recuperado, llegando a superar los valores registrados a finales de junio (véase gráfico 2.2). La evolución de la rentabilidad de la deuda soberana alemana ha sido semejante a la de Estados Unidos, aunque sin registrar mínimos históricos, con caídas durante julio y una posterior recuperación. Por otro lado, los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana a diez años de España e Italia en relación con la referencia alemana se han reducido, en la parte transcurrida del trimestre, en 15 pb y 29 pb, respectivamente, situándose 12 pb y 22 pb por encima del mínimo alcanzado a principios de año (véase gráfico 2.3). Esta evolución se ha visto apoyada, entre otros factores, por las medidas de estímulo monetario (en particular, por la operativa del PEPP) y por el acuerdo sobre el fondo de recuperación en la UE. Los diferenciales de riesgo de crédito de la deuda corporativa también han caído en este trimestre, en un contexto en el que los inversores han mostrado una mayor tolerancia hacia el riesgo y en el que los bancos centrales han seguido realizando compras de estos activos por importes elevados.

En los mercados de divisas se ha producido una notable depreciación del dólar (véase gráfico 2.4), acompañada de aumentos en la volatilidad de los tipos de cambio, al tiempo que el precio del oro ha alcanzado máximos históricos. La depreciación de la divisa americana se concentró en el mes de julio y habría podido obedecer, entre otros factores, al tono acomodaticio de la política monetaria en Estados Unidos y a la menor preocupación de los mercados por los riesgos globales. En agosto, esta tendencia a la depreciación se moderó, experimentando un repunte tras el anuncio, el día 27, del cambio de estrategia de la Reserva Federal, y mostrando una evolución más errática desde entonces. En este contexto, el precio del oro alcanzó máximos históricos a principios de agosto, evolución que ha podido estar condicionada por la debilidad de la moneda americana y por la caída en la rentabilidad de otros activos seguros, como la deuda soberana de Estados Unidos y Alemania.

3.1 Entorno exterior del área del euro

La recuperación gradual de la actividad global está siendo heterogénea por regiones y sectores, condicionada por el delicado equilibrio entre la reactivación de la economía y el control de la pandemia. Recientemente han aumentado los contagios en varios países y algunos indicadores muestran un menor dinamismo de la actividad respecto de las tendencias observadas a finales del segundo trimestre del año

La pandemia continúa extendiéndose a escala mundial, si bien las medidas de contención se han relajado en la mayoría de los países, lo que ha propiciado una cierta recuperación de la actividad económica global. Conforme los países fueron levantando los confinamientos a partir de mayo, la actividad económica mundial ha repuntado, si bien desde niveles muy reducidos y de forma heterogénea por áreas y sectores productivos. El ritmo de la recuperación, además, se está viendo condicionado por el delicado equilibrio entre la reactivación económica y el control de las infecciones, en un contexto de elevada incertidumbre. En este sentido, en el tercer trimestre del año se ha producido un repunte de los casos en distintos países, fundamentalmente en países asiáticos (Corea del Sur y Japón) y europeos, al tiempo que la pandemia ha seguido extendiéndose por algunas economías emergentes, particularmente en la India. En el continente americano, sobre todo en Estados Unidos y Brasil, desde finales de julio se ha observado una gradual reducción de los nuevos contagios, pese a mantenerse en cifras aún elevadas (véanse gráficos 3.1 y 3.2).

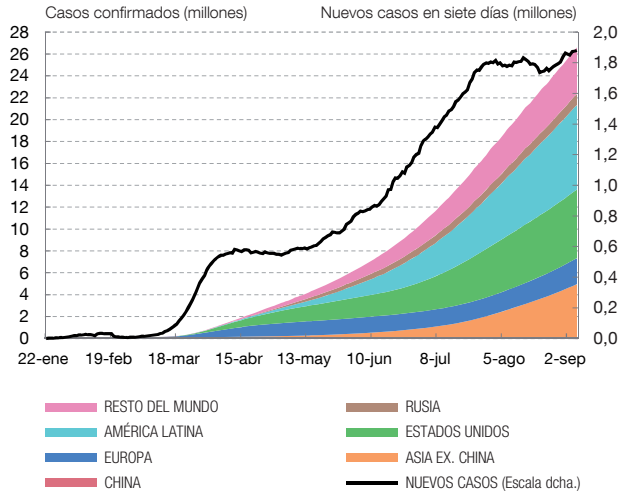
Los indicadores económicos más recientes han mostrado una recuperación muy limitada del consumo y de la inversión en las principales economías avanzadas. Después de unos meses en los que las restricciones a la movilidad hicieron que disminuyera el gasto de los hogares, la suavización de dichas restricciones ha ocasionado un repunte de la demanda de bienes, especialmente de bienes duraderos, como los vehículos y los pequeños electrodomésticos. Con todo, el consumo privado se está recuperando de manera solo parcial, en un entorno de recuperación incompleta de los mercados de trabajo. En el caso de los servicios, los avances se han mantenido aún más limitados, dada la elevada incertidumbre que socava la confianza de los hogares, y el mantenimiento de algunas medidas de distanciamiento social. La elevada incertidumbre también afecta a las decisiones de inversión y de empleo de las empresas. En este sentido, el aumento del número de infecciones en algunas economías a partir de julio ha frenado la recuperación de los índices de gestores de compras, especialmente en el sector servicios, después de que hubiera vuelto a niveles cercanos a los previos a la crisis sanitaria (véase gráfico 3.3).

Gráfico 3

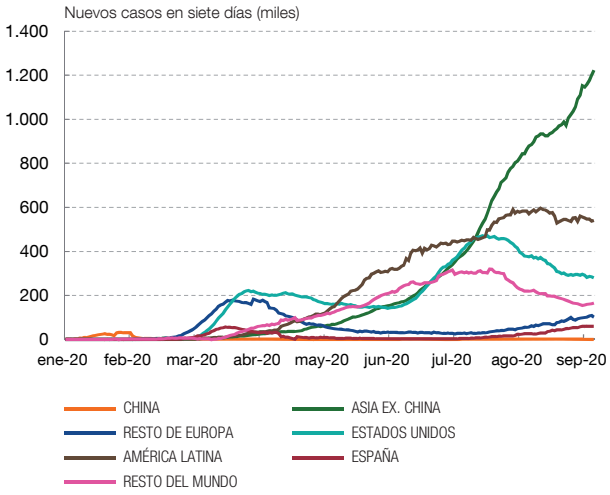
EL IMPACTO DEL COVID-19 EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNACIONAL

Aun cuando la pandemia continúa extendiéndose a escala mundial, la relajación de las medidas de contención en la mayoría de los países ha propiciado una gradual recuperación de la actividad económica global.

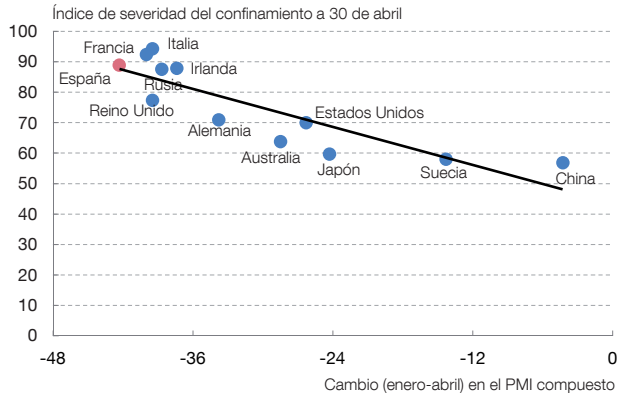
1 INFECCIONES TOTALES Y NUEVAS INFECCIONES SEMANALES

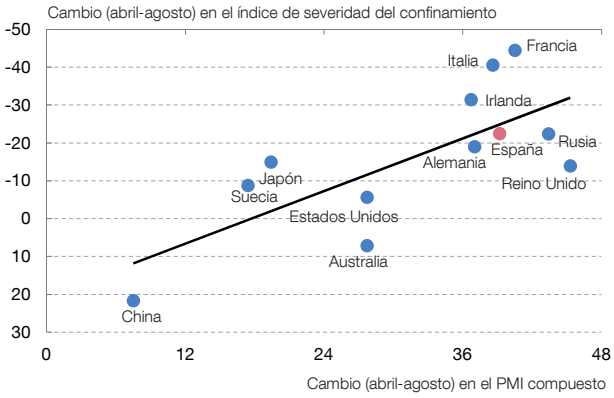


2 TRAYECTORIA DE LA EPIDEMIA: NUEVAS INFECCIONES SEMANALES



3 SEVERIDAD DEL CONFINAMIENTO E ÍNDICE DE GESTORES DE COMPRAS (PMI)





FUENTES: IHS Markit, Johns Hopkins University - Coronavirus Resource Center y Oxford COVID-19 Government Response Tracker.

DESCARGAR

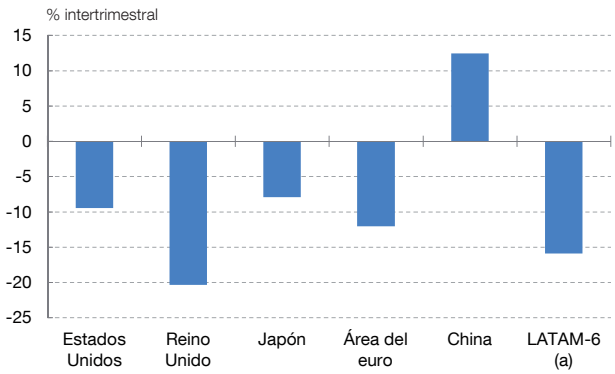
Los datos publicados del PIB del segundo trimestre mostraron caídas históricas en la mayoría de los países, lo que refleja el gran alcance de los efectos económicos de la pandemia (véase gráfico 3.4). En Estados Unidos, el PIB experimentó un retroceso del 9,5 % intertrimestral y, aunque la reapertura de la economía a partir de mayo reactivó la creación de empleo, persiste un acusado deterioro del mercado laboral, en el que la tasa de paro aún se sitúa en el 8,4 % (véase gráfico 3.5). En el Reino Unido, el PIB del segundo trimestre se desplomó un 20,4 % intertrimestral, mientras que en Japón lo hizo un 7,9 % intertrimestral, encadenando tres trimestres consecutivos de caídas.

Gráfico 3

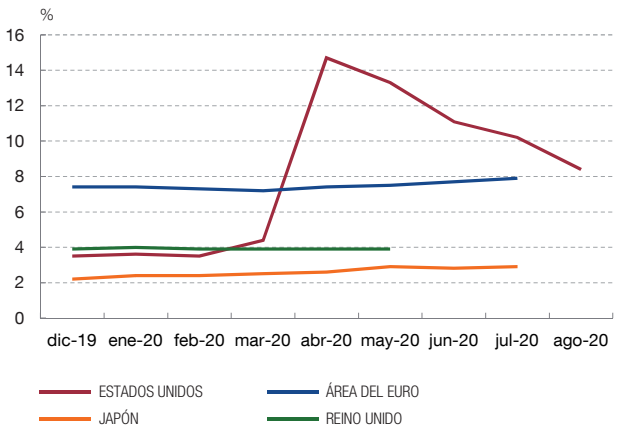
EL IMPACTO DEL COVID-19 EN LA ACTIVIDAD ECONÓMICA INTERNACIONAL (cont.)

Los datos del PIB de segundo trimestre confirmaron el gran alcance de los efectos económicos de la crisis santiaria. El alza reciente de los precios de la energía no ha logrado contrarrestar la debilidad de la inflación, lo que refleja posiblemente el predominio de los elementos desinflacionarios asociados al desplome de la demanda agregada.

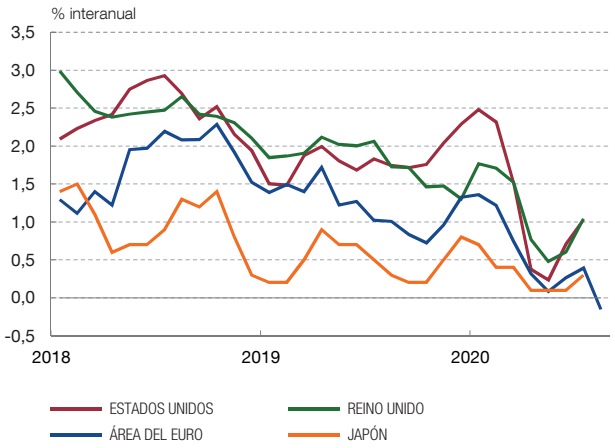
4 CRECIMIENTO DEL PIB EN EL II TR DE 2020



5 TASA DE DESEMPLEO EN ECONOMÍAS AVANZADAS



6 INFLACIÓN EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS



7 EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO (BRENT)

FUENTES: Refinitiv y estadísticas nacionales.

a Agregado constituido por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú. Los datos de Argentina se estiman a través de indicadores mensuales.

DESCARGAR

En China, que fue la primera economía afectada por la pandemia y la que antes empezó a mostrar signos de recuperación, los datos correspondientes al segundo trimestre señalan una mejora sustancial de la actividad. En particular, el crecimiento del PIB en este país fue superior al 11 % intertrimestral en este período, lo que contrasta con la contracción histórica, del 10 %, registrada en el primer trimestre. Los indicadores más recientes señalan que la reactivación económica habría sido absoluta por el lado de la actividad industrial, que supera los niveles previos a la crisis sanitaria, mientras que aún no sería completa en el consumo y los servicios.

En cuanto al resto de las economías emergentes, la propagación del virus y las medidas de contención ocasionaron también un deterioro muy significativo de la actividad en el segundo trimestre, principalmente en América Latina (véase recuadro 3 sobre la evolución de la epidemia en esta región y sus efectos económicos). No obstante, los mercados financieros de las economías emergentes han mantenido el comportamiento positivo observado desde finales de marzo, especialmente en los mercados de renta variable, con algunas excepciones, como Turquía, donde se han registrado intensas presiones depreciatorias sobre el tipo de cambio. También ha continuado la tímida recuperación de las entradas de capitales, aunque esta dinámica no ha sido suficiente para revertir las cuantiosas salidas registradas entre los meses de marzo y abril.

Los datos del comercio mundial también mostraron una profunda contracción en el segundo trimestre del año, en un contexto de elevada incertidumbre. El volumen de los intercambios comerciales de bienes disminuyó un 12,5 % intertrimestral a escala mundial en el segundo trimestre, con contracciones significativas en casi todas las áreas. Este desplome supone una caída similar a la registrada en el peor período de la crisis financiera global de 2008 (–13 % intertrimestral). Sin embargo, los datos mensuales de junio muestran ciertos signos de recuperación generalizada por primera vez desde el inicio de la pandemia. Además de la incertidumbre asociada a la crisis sanitaria, en el ámbito comercial también ha destacado recientemente el incremento de las tensiones entre Estados Unidos y otros países. El conflicto con China se reavivó a finales de junio por la revocación, por parte de las autoridades estadounidenses, del estatus especial de Hong Kong como territorio aduanero distinto de China, además de por el refuerzo de las prohibiciones para limitar el acceso de las empresas chinas de telecomunicaciones al mercado estadounidense. En agosto, Estados Unidos también reinstauró los aranceles sobre productos de aluminio procedentes de Canadá, a lo que este país respondió con el anuncio de represalias. Además, la Administración de Donald Trump anunció en julio que impondrá aranceles sobre algunas importaciones provenientes de Francia; lo hizo en respuesta al impuesto digital aprobado en 2019 por el Gobierno francés, cuya aplicación se ha retrasado hasta finales de 2020, a la espera de los resultados de las actuales negociaciones multilaterales referentes a la imposición digital. En sentido contrario, y en un tono más positivo, Estados Unidos y la Unión Europea acordaron, en una decisión aislada, la eliminación de los aranceles a las exportaciones de marisco americano y la reducción de los aranceles sobre ciertos productos europeos (fundamentalmente, materiales de construcción). Por último, continuaron las negociaciones comerciales entre la Unión Europea y el Reino Unido, que pretenden fijar la relación comercial entre ambas áreas una vez finalice el actual período de transición, vigente hasta el 31 de diciembre de 2020. Sin embargo, hasta el momento no se han producido avances sustanciales en estas negociaciones.

Aunque siguen en niveles muy reducidos, las tasas de inflación repuntaron ligeramente en junio y julio, en un contexto de recuperación de los precios de las materias primas y, en particular, del petróleo (véanse gráficos 3.6 y 3.7). En los

últimos meses, el precio del barril de petróleo Brent se ha incrementado gradualmente, desde el mínimo de 17 dólares observado en abril hasta la horquilla de entre 40 y 50 dólares el barril de la mayor parte del tercer trimestre, fundamentalmente como consecuencia de recortes de la producción mayores que los esperados y de la paulatina recuperación de la demanda. Por su parte, la inflación subyacente ha mantenido tasas relativamente moderadas, lo que posiblemente refleja el predominio de los elementos desinflacionarios asociados al desplome de la demanda. No obstante, en junio y julio se observaron repuntes de los precios de algunos de los componentes más expuestos a la caída de la demanda por la crisis sanitaria, tales como ropa, calzado y ocio. Los rebrotes de la pandemia suponen un riesgo a la baja en las expectativas de demanda y, en consecuencia, un riesgo a la baja para la recuperación de la inflación.

En lo que se refiere a las políticas económicas, la Reserva Federal introdujo en agosto importantes modificaciones en su estrategia de política monetaria, que afectan a los mandatos que tiene encomendados en relación con la estabilidad de precios y el pleno empleo. En particular, la Reserva Federal ha adoptado un objetivo de inflación promedio *(average inflation target)* del 2 % a lo largo del tiempo y ha cambiado la formulación de su objetivo de pleno empleo, resaltando la importancia de que este sea generalizado e inclusivo (véase recuadro 2). En cuanto a la política fiscal, en la mayoría de los países se mantienen las medidas orientadas a la provisión de liquidez y de avales a los agentes económicos y al sostenimiento de sus rentas, extendiendo, en algunos casos, las medidas temporales adoptadas en las fases iniciales de la pandemia, dado el contexto de debilidad económica generalizada y las dudas sobre la evolución de la situación sanitaria[4]. No obstante, en varios países se están retirando de manera progresiva o completa algunas de estas medidas, como en el caso del suplemento federal al subsidio de desempleo de Estados Unidos, que se redujo casi a la mitad en agosto.

3.2 El área del euro

La actividad del área del euro ha repuntado con relativa intensidad en el tercer trimestre, aunque sin llegar a compensar la contracción del trimestre anterior. La inflación se ha moderado notablemente, en parte por fenómenos de naturaleza transitoria

El PIB de la zona del euro se contrajo un 11,8 % en el segundo trimestre del año, retroceso ligeramente inferior al 13 % previsto en el ejercicio de proyecciones del Eurosistema realizado en junio. Las medidas de confinamiento desplegadas en marzo y abril, que solo fueron relajadas de forma gradual a partir de mayo, provocaron una contracción histórica de la actividad de la UEM en el segundo

4 Véase L. Cuadro-Sáez *et al.* (2020), *Medidas de política fiscal en respuesta a la crisis sanitaria en las principales economías del área del euro, Estados Unidos y Reino Unido,* Documentos Ocasionales, n.º 2019, Banco de España.

trimestre del ejercicio. El descenso del producto fue dispar entre países, si atendemos al grado de severidad del confinamiento, a la dinámica de propagación de la enfermedad y a las diferencias en la estructura productiva. La caída del PIB fue especialmente pronunciada en España, con una contracción del 18,5 %, seguida de Francia e Italia, que registraron descensos cercanos al 13 %. Por su parte, en Alemania, los Países Bajos y Austria, el retroceso de la actividad se situó en torno al 10 %. Por componentes, el PIB del área del euro se vio lastrado por la contracción del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo, mientras que la aportación del sector exterior al crecimiento fue negativa en todos los países, especialmente en aquellos en los que el turismo tiene mayor protagonismo (véase gráfico 4).

La actividad repuntó con un cierto dinamismo en los primeros compases del tercer trimestre, pero se ha ralentizado con el avance del verano, en un contexto de aumento de los contagios por la pandemia. El crecimiento del tercer trimestre del año vendrá muy marcado por la comparación con la acusada contracción del segundo trimestre. No obstante, los indicadores de actividad disponibles, como el PMI o el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea, reflejaron en agosto una cierta ralentización de la actividad, tras el repunte de julio. Por su parte, las ventas minoristas por grandes partidas (alimentos y no alimentos) retrocedieron en julio hasta un nivel ligeramente por debajo del observado en febrero. Con todo, se espera que la actividad del tercer trimestre del año recupere parcialmente la fuerte pérdida de producto del segundo trimestre, con un crecimiento para el conjunto de la UEM que podría situarse en torno al 8,4 %.

La incertidumbre latente ante el posible recrudecimiento de la pandemia está afectando a las decisiones de gasto de hogares y empresas, con un impacto heterogéneo por sectores económicos. En junio, algunos sectores recuperaron el nivel de actividad previo a la pandemia; así ocurrió en determinadas ramas de servicios, en las que el confinamiento tuvo un efecto reducido. Sin embargo, otros sectores se han resentido en mayor medida, como el del automóvil, el turismo o el ocio. Por su parte, el empleo retrocedió un 2,8 % en el segundo trimestre del año. Si bien esta caída fue menos intensa que la del PIB, fruto de la aprobación generalizada de esquemas públicos de mantenimiento del empleo, no se anticipa una recuperación significativa en el tercer trimestre. En este contexto, marcado por la incertidumbre sobre el desarrollo de la crisis sanitaria y su impacto en el mercado de trabajo, la intención de los consumidores de realizar compras importantes en los próximos doce meses descendió en julio.

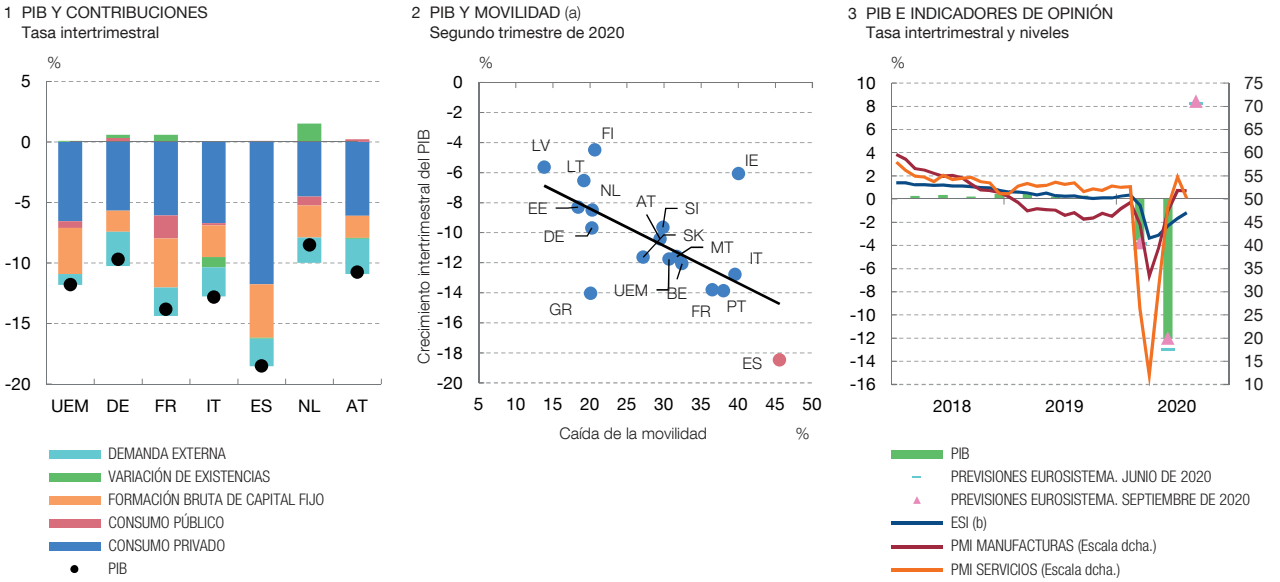
Las proyecciones macroeconómicas de septiembre de los expertos del BCE[5] muestran una contracción significativa de la actividad en 2020, debido a la caída del primer semestre. El escenario central de este ejercicio considera que se producirá una contención parcial de la pandemia en los próximos meses, que la demanda externa evolucionará algo mejor que lo previsto en junio, y que las medidas adoptadas de política

5 Véase ECB staff macroeconomic projections for the euro area, septiembre de 2020.

Gráfico 4

CONTRACCIÓN HISTÓRICA DE LA ACTIVIDAD DE LA ZONA DEL EURO COMO CONSECUENCIA DE LAS RESTRICCIONES PARA HACER FRENTE A LA PANDEMIA

El PIB del área del euro cayó un 11,8 % en el segundo trimestre de 2020, con descensos intensos en España, Francia e Italia. Por componentes, el consumo privado mostró el retroceso más acusado, lastrado, fundamentalmente, por la severidad de las medidas de contención de la pandemia. La información más reciente indica una recuperación parcial en el tercer trimestre de 2020.



FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Markit Economics, Banco Central Europeo y *Community Mobility Reports,* de Google.

a Índice de movilidad de Google. Promedio de movilidad a establecimientos de alimentación, farmacia, minoristas, de ocio y de trabajo. La variación se calcula en relación con el valor mediano de la serie en el período comprendido entre el 3 de enero y el 4 de febrero de 2020.
b Indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea. Serie normalizada.

DESCARGAR

monetaria, fiscal y del mercado de trabajo continuarán dando soporte a las rentas de los agentes, mitigando el impacto de la crisis sobre el empleo y las quiebras empresariales y evitando una retroalimentación negativa entre los canales real y financiero de la economía. En este escenario se proyecta una caída del PIB en 2020 del 8 % (7 décimas menos intensa que la que se esperaba en junio). La economía se recuperaría a partir del tercer trimestre de este año, con avances del 5 % en 2021 y del 3,2 % en 2022, aunque el nivel del PIB previo a la crisis no se alcanzaría hasta el final del período de proyección. En cualquier caso, la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia, la posibilidad de un *brexit* sin acuerdo y una posible reacción más adversa del desempleo y de la dinámica de creación y destrucción de empresas tras el vencimiento de las medidas de apoyo inclinan a la baja los riesgos para el crecimiento económico.

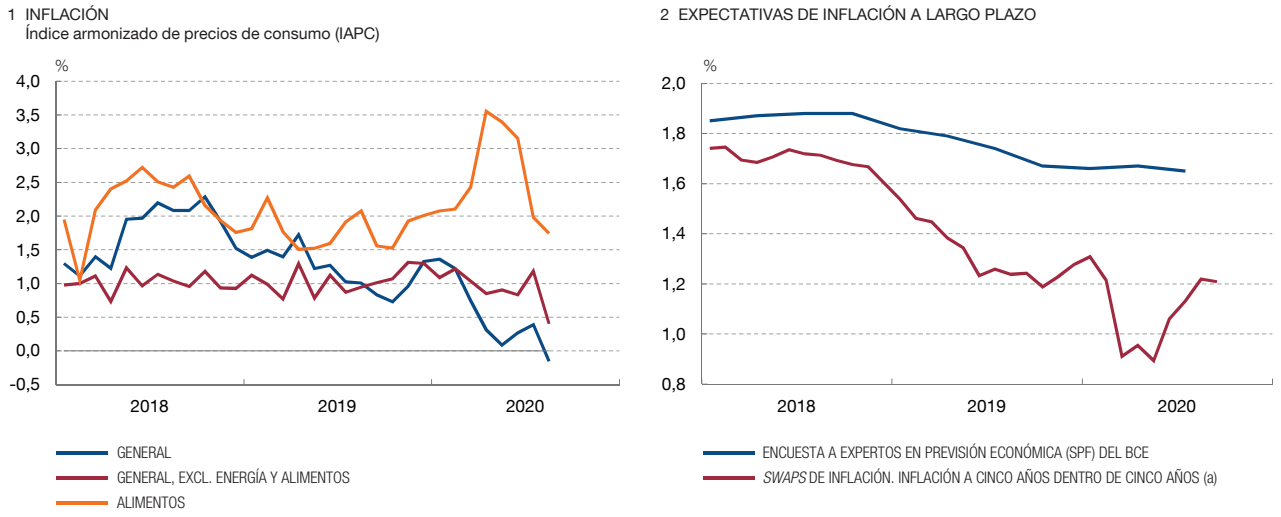
La inflación flexionó a la baja, en un contexto de debilidad de la demanda y de apreciación cambiaria

En agosto, la inflación general descendió seis décimas en el área del euro, hasta el –0,2 %, y la inflación subyacente se redujo ocho décimas, hasta alcanzar el mínimo histórico del 0,4 % (véase gráfico 5.1). Tras el descenso de la

Gráfico 5

LA INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO SE SITÚA EN VALORES NEGATIVOS

La inflación descendió en agosto hasta el –0,2 %, rompiendo la senda ascendente de los dos meses previos. Si se excluyen la energía y los alimentos, la inflación se situó en el 0,4 %. Continúan las perspectivas de bajas presiones inflacionistas, en un contexto de caída del precio de la energía y de una demanda agregada débil. Las expectativas de inflación en el plazo más largo recuperan el terreno perdido durante la pandemia.



FUENTES: Bloomberg, Eurostat y Banco Central Europeo.

a Promedio mensual de datos diarios.

DESCARGAR

inflación registrado en agosto se encuentra la caída de los precios de los bienes industriales no energéticos y la desaceleración de los precios de los servicios y de los alimentos, partidas que se vieron parcialmente compensadas por una caída de los precios de la energía más moderada. La apreciación del tipo de cambio, la reducción transitoria del IVA en Alemania y el comienzo tardío de la temporada de rebajas en Francia e Italia explicarían, al menos en parte, el fuerte ajuste de la inflación subyacente. Se anticipa que las presiones inflacionistas permanecerán muy contenidas en el medio plazo como consecuencia del grado de holgura cíclica y la limitada presión alcista proveniente de los precios de la energía (véase gráfico 5.2).

En este contexto, el nuevo ejercicio de previsión del BCE anticipa una inflación media del 0,3 % en 2020, que alcanzaría el 1,3 % en 2022. Estas cifras suponen el mantenimiento de las predicciones realizadas en junio. La trayectoria esperada de la inflación subyacente es ligeramente alcista, situándose en el 0,8 % en 2020 y aumentando paulatinamente hasta el 1,1 % en 2022, en un contexto de disminución gradual del exceso de capacidad productiva a lo largo del horizonte de previsión (véase cuadro 2).

Las condiciones de financiación bancaria para los hogares y las sociedades no financieras se habrían endurecido ligeramente durante los últimos

Cuadro 2

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

	2020		2021		2022	
	PIB	IAPC	PIB	IAPC	PIB	IAPC
Banco Central Europeo (BCE) (septiembre de 2020)	-8 (0,7)	0,3 (0)	5 (-0,1)	1 (0,2)	3,2 (0)	1,3 (0)
Comisión Europea (CE) (julio de 2020) (b)	-8,7 (-1)	0,3 (0,1)	6,1 (-0,2)	1,1 (0)		
Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (junio de 2020)						
Escenario de un impacto	-9,1 (-9,9)	0,4 (…)	6,5 (5,3)	0,5 (…)		
Escenario de dos impactos	-11,5 (-12,3)	0,4 (…)	3,5 (2,3)	0,2 (…)		
Fondo Monetario Internacional (FMI) (junio de 2020) (b)	-10,2 (-2,7)	0,2 (…)	6 (1,3)	1 (…)		
Consensus Forecast (agosto de 2020)	-7,9 (0,2)	0,4 (0)	5,7 (-0,2)	1,1 (0,1)		

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

a Entre paréntesis, variación respecto a la previsión anterior, que corresponde a marzo de 2020 para el BCE, mayo para la CE, marzo para la OCDE, abril para el FMI y julio para *Consensus Forecast.*
b Los datos de la CE y del FMI se presentan sin ajustar de días laborables. Para el año 2020 se estima que el efecto es de 0,2 pp.

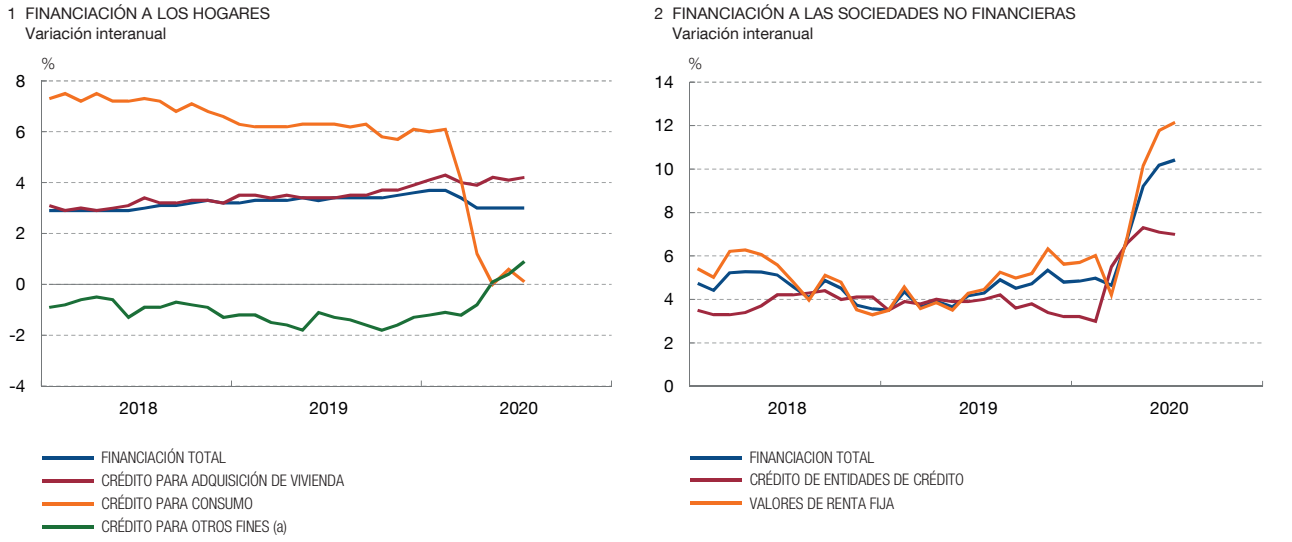
meses, mientras que habrían mejorado las correspondientes a la emisión de deuda corporativa. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos bancarios a los hogares y las sociedades no financieras han repuntado levemente desde abril de forma bastante generalizada, si bien se mantienen en niveles históricamente reducidos. Por otra parte, de confirmarse las expectativas de las entidades financieras contenidas en la Encuesta de Préstamos Bancarios de junio, en el tercer trimestre del año se habría producido un endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos en todas las modalidades, como reflejo de la mayor preocupación de los prestamistas por los riesgos de impago. En cambio, el coste de financiación a largo plazo en los mercados de deuda corporativa, que había repuntado con fuerza al inicio de la pandemia, se ha reducido considerablemente desde abril, favorecido, en gran parte, por la introducción del nuevo programa de compras del BCE (PEPP, por sus siglas en inglés) a mediados de marzo y por su posterior ampliación a principios de junio. No obstante, el tipo de interés medio a largo plazo de estas operaciones todavía se situaba a finales de agosto unos 20 puntos básicos (pb) por encima del nivel que prevalecía antes del estallido de la crisis sanitaria.

La información más reciente disponible sobre la financiación captada por el sector privado muestra, en general, una cierta estabilidad en su dinamismo, tras los importantes cambios que se observaron durante los primeros meses de la crisis sanitaria (véase gráfico 6). El saldo vivo de los préstamos bancarios concedidos a las empresas no financieras se ha desacelerado levemente desde mayo, tras la notable aceleración observada en los meses anteriores, situándose en julio su tasa de crecimiento interanual en el 7 %. En cambio, el ritmo de expansión interanual de la financiación empresarial captada en los mercados

Gráfico 6

CIERTA ESTABILIDAD EN EL DINAMISNO DE LA FINANCIACIÓN CONCEDIDA AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO, TRAS LOS NOTABLES CAMBIOS OBSERVADOS DURANTE LOS PRIMEROS MESES DE LA CRISIS SANITARIA

El saldo de crédito a las sociedades no financieras se ha desacelerado levemente desde mayo, tras la notable aceleración observada en los meses anteriores. En cambio, el ritmo de expansión interanual de la financiación empresarial captada en los mercados de renta fija se ha incrementado en los últimos meses. Por su parte, la tasa de avance interanual del crédito a los hogares se ha mantenido estable desde abril como consecuencia de una evolución heterogénea de sus componentes. Así, mientras que el crédito al consumo se ha seguido desacelerando, la tasa de crecimiento del crédito para adquisición de vivienda y, en mayor medida, la del destinado a otros fines se han elevado.



FUENTE: Banco Central Europeo.

a Incluye los préstamos concedidos a los autónomos.

DESCARGAR

de renta fija se ha incrementado hasta el 12,2 % en julio, 5,3 puntos porcentuales (pp) más que en abril. En cuanto a los hogares, la tasa de avance interanual del crédito se ha mantenido estable en el 3 % desde abril, como consecuencia de una evolución heterogénea de sus componentes. Así, mientras que el crédito al consumo se ha seguido desacelerando (con un crecimiento interanual del 0,1 % en julio), la tasa de crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda y, en mayor medida, la de los destinados a otros fines se han elevado (hasta el 4,2 % y el 0,9 %, respectivamente). En este último caso, el mayor dinamismo habría estado impulsado por los fondos captados por los autónomos, que se incluyen dentro de esta rúbrica.

Los activos líquidos en manos del sector privado han continuado incrementándose. El agregado monetario amplio (M3) se expandió a un ritmo interanual del 10,2 % en julio, 2 pp más que en abril, mientras que el agregado monetario estrecho (M1), que abarca las formas de dinero más líquido, creció al 13,5 % en julio (1,6 pp más que en abril). Esta evolución es consistente con el contexto actual de elevada incertidumbre, que habría llevado a los agentes económicos a acaparar liquidez por motivo de precaución.

La respuesta fiscal europea es clave para impulsar una dinámica de recuperación fuerte y sostenida en el tiempo

En las dos últimas reuniones de política monetaria, celebradas en julio y en septiembre, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener sin variación los tipos de interés de referencia y no anunció medidas adicionales. Las operaciones de financiación también se mantuvieron sin cambios, así como los programas de compras de activos. Se reiteró de modo explícito que la implementación del PEPP seguirá siendo flexible en términos temporales, en cuanto a la clase de activos y las jurisdicciones. Asimismo, el horizonte temporal del programa se mantuvo hasta el final de junio de 2021, por lo menos, y se advirtió de que, en todo caso, las compras podrán continuar hasta que el Consejo de Gobierno del BCE considere que la crisis del Covid-19 ha terminado. En el comunicado preliminar emitido tras el último Consejo de Gobierno, la presidenta Lagarde indicó que se seguirá analizando detenidamente toda la información disponible, incluida la relativa a la evolución de los tipos de cambio, en relación con sus posibles implicaciones para las perspectivas de inflación a medio plazo. El mercado no anticipa cambios en los tipos de interés de referencia durante los próximos meses.

El Consejo Europeo acordó, en su reunión celebrada entre el 17 y el 21 de julio, la creación de un fondo de carácter temporal, llamado *Next Generation EU,* con el objetivo de financiar la recuperación económica del área de forma mancomunada. El fondo obtendrá sus recursos mediante la emisión de deuda de la Comisión Europea entre 2021 y 2026, por un importe máximo de 750 mm de euros. Además, se alcanzó un acuerdo para aprobar un nuevo marco financiero plurianual (MFP) de la UE para 2021-2027, dotado de 1.074 mm de euros.

El nuevo fondo permitirá mitigar las potenciales divergencias que hay en la recuperación económica entre los socios europeos, aprovechando las externalidades positivas de la acción conjunta. La emisión de deuda comunitaria se beneficiará de los bajos tipos de interés vigentes y evitará que los países asuman de forma individual y asimétrica este endeudamiento. Con estas emisiones también se producirá un notable aumento de la oferta de activos seguros comunes respecto al actual volumen de emisiones europeas supranacionales. Finalmente, el acuerdo del Consejo Europeo supone una señal positiva acerca de la voluntad conjunta de los Estados de la Unión Europea de avanzar en el proyecto europeo, aspecto que se ha visto reflejado en los mercados financieros, que han mostrado una reacción positiva a los principales hitos de la aprobación de este nuevo fondo (véase recuadro 5).

El importante volumen de recursos que se pondrá a disposición de los países supondrá un reto a la hora de diseñar proyectos que puedan acogerse al plan de recuperación. Este nuevo fondo ofrece una oportunidad para orientar la recuperación económica hacia una renovación del tejido productivo que permita

hacer frente a los retos de los próximos años. Por ello, parece deseable que se dé prioridad a la inversión en innovación tecnológica, en educación y formación, y en proyectos que promuevan la transición hacia una economía más sostenible, de acuerdo con las prioridades identificadas en el Semestre Europeo 2020[6].

Dado el enfoque de medio plazo del nuevo fondo, los Estados miembros tendrán que continuar realizando un esfuerzo presupuestario considerable en el corto plazo en su lucha contra los efectos de la pandemia. Por tanto, sigue siendo necesario dotar a la UE de un marco institucional permanente, que permita hacer frente al efecto asimétrico de las perturbaciones mediante una mayor compartición de recursos y riesgos en el ámbito presupuestario. Fortalecer la economía europea frente a perturbaciones futuras exige también culminar la Unión Bancaria y, como se indica en el recuadro 4, seguir impulsando el progreso hacia la Unión del Mercado de Capitales.

6 Véase P. García Perea, A. Millaruelo, V. M. Mora Bajén y M. Sánchez Carretero (2020), *El Semestre Europeo 2020 y las recomendaciones específicas para España,* Notas Económicas 3/2020, Banco de España.

Durante los últimos meses se habrían endurecido levemente las condiciones de financiación del sector privado de la economía española, mientras que las del sector público habrían mejorado ligeramente

Durante la parte transcurrida del tercer trimestre del año, las cotizaciones bursátiles de las empresas españolas han mostrado, en conjunto, un comportamiento más desfavorable que el de las compañías cotizadas en los principales mercados internacionales, mientras que la prima de riesgo de la deuda soberana española ha seguido reduciéndose. Entre finales de junio y la fecha de cierre de este Informe, el IBEX-35 ha registrado una pérdida del 3,2 %, frente a la revalorización del 2,4 % que ha experimentado el EUROSTOXX-50 durante el mismo período. Las caídas de las cotizaciones han sido especialmente elevadas en el sector bancario y en el turístico (10,4 % y 8,1 %, respectivamente). En cambio, en el mercado de deuda pública, el diferencial de rentabilidad del bono español a diez años con respecto al equivalente alemán se ha reducido en 15 pb en la parte transcurrida del trimestre —hasta los 78 pb—, evolución que ha continuado estando apoyada por los programas de compra de activos del BCE, así como por el anuncio de la puesta en marcha del fondo de recuperación de la UE. Por último, el euríbor a doce meses ha disminuido en 18 pb —hasta el –0,4 %—, condicionado por la relajación de las tensiones en el mercado interbancario.

Las condiciones de financiación bancaria se habrían endurecido ligeramente durante los últimos meses, mientras que las correspondientes a la emisión de deuda corporativa habrían mejorado. Así, el coste del crédito bancario ha aumentado levemente, aunque de forma bastante generalizada, siendo el incremento algo más intenso en el segmento de préstamos a empresarios individuales (19 pb entre abril y julio), lo que podría estar relacionado con la menor proporción de nuevos préstamos con aval público[7]. El aumento del coste de financiación también ha sido apreciable en el caso de los créditos a sociedades no financieras por importe superior al millón de euros (17 pb), asociados principalmente a operaciones con grandes empresas, de forma que este coste se ha situado en su nivel más alto desde junio de 2017 (véase gráfico 7). De confirmarse las expectativas de las entidades financieras contenidas en las respuestas a la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios, en el tercer trimestre se habría producido, además, un endurecimiento de los criterios de concesión de

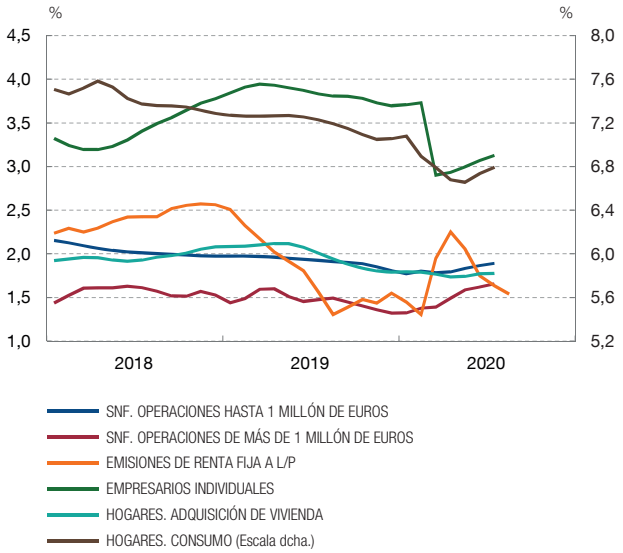
7 Para mayor detalle, véase el recuadro 1 del artículo analítico «Evolución reciente de la financiación y del crédito bancario al sector privado no financiero», *Boletín Económico,* 3/2020, Banco de España.

Gráfico 7

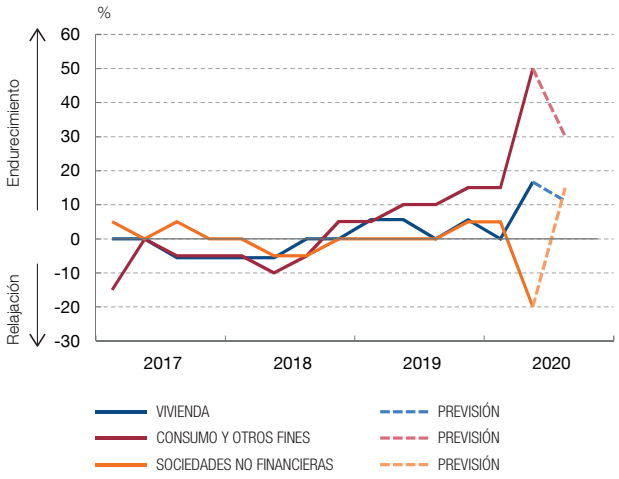
EL COSTE DE LA FINANCIACIÓN BANCARIA HA REPUNTADO LEVEMENTE DURANTE LOS ÚLTIMOS MESES Y LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS PODRÍAN HABERSE ENDURECIDO

En los últimos meses se ha observado un leve aumento generalizado de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito. De confirmarse las expectativas de las entidades financieras contenidas en las respuestas a la última Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), en el tercer trimestre también se habría producido un endurecimiento de los criterios de concesión de préstamos en todos los segmentos. Por su parte, el coste de las emisiones de deuda corporativa se ha reducido, favorecido, en gran parte, por los programas de compra de activos del BCE.

1 COSTES DE FINANCIACIÓN (a)



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



FUENTES: Thomson Reuters y Banco de España.

a Los tipos de interés de los préstamos bancarios son TEDR (tipo efectivo definición restringida), es decir, no incluyen comisiones ni gastos conexos a los préstamos, y están ajustados por estacionalidad y componente irregular.

b EPB. Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente × 1 + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida × 1/2 – porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida × 1/2 – porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente × 1.

DESCARGAR

préstamos en todos los segmentos[8]. En cambio, el coste medio de las emisiones de deuda corporativa, que había aumentado con fuerza al inicio de la pandemia, se ha reducido considerablemente desde abril, favorecido, en gran parte, por la introducción del nuevo programa de compra de activos del BCE a mediados de marzo y por su posterior ampliación a principios de junio. No obstante, dicho coste aún se situaba en agosto unos 25 pb por encima del nivel que registraba antes de la pandemia (véase recuadro 6).

8 En el momento de la realización de la encuesta (entre el 5 y el 23 de junio) aún no se había aprobado la creación de una nueva línea de avales, por un importe máximo de 40 mm de euros, para impulsar la concesión de préstamos vinculados con el desarrollo de nuevos proyectos de inversión por parte de las empresas (véase RDL 25/2020). Este hecho podría haber condicionado las respuestas de entidades de crédito a la encuesta, en un contexto de agotamiento de los avales públicos vinculados al primero de los programas de garantías aprobados por el Gobierno (véase RDL 8/2020).

La actividad económica en España retrocedió muy severamente en el segundo trimestre de 2020, afectada por las medidas de confinamiento adoptadas para frenar la expansión de la pandemia

El impacto de la crisis sanitaria sobre la economía española se agudizó sustancialmente en el segundo trimestre, período en el que tuvo lugar la caída más intensa del producto registrada en tiempos de paz. La actividad, que ya se había visto seriamente afectada en el primer trimestre, cuando cayó un 5,2 % en tasa intertrimestral ajustada de estacionalidad, ahondó su retroceso en el segundo, con una contracción del 18,5 %. Esta evolución refleja el elevado coste económico a corto plazo de las medidas de contención de la pandemia dirigidas a frenar la rápida expansión de la infección y a evitar el colapso del sistema sanitario. La caída del PIB observada en el segundo trimestre se situó en un punto intermedio entre los escenarios de recuperación temprana y de recuperación gradual elaborados en el ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en junio[9].

El abrupto descenso del producto que tuvo lugar en el segundo trimestre de 2020 reflejó, principalmente, el deterioro de la demanda nacional, que detrajo 16,1 pp al avance del PIB (véase gráfico 8). Esta disminución se concentró en el gasto privado, cuyo retroceso fue sustancialmente más pronunciado que en el trimestre anterior en todos sus componentes. En sentido contrario, en un contexto de incremento del gasto sanitario para hacer frente a la pandemia, el consumo público volvió a aumentar, aunque con menor intensidad que en los tres primeros meses del año, cuando experimentó un repunte significativo. Por lo que se refiere al sector exterior, la aportación negativa de la demanda externa también fue sensiblemente más acusada en el segundo trimestre que en el período enero-marzo, alcanzando los 2,3 pp. Este comportamiento fue resultado de una caída más abrupta de las exportaciones (condicionadas en buena medida por el desplome del turismo receptor) que de las importaciones.

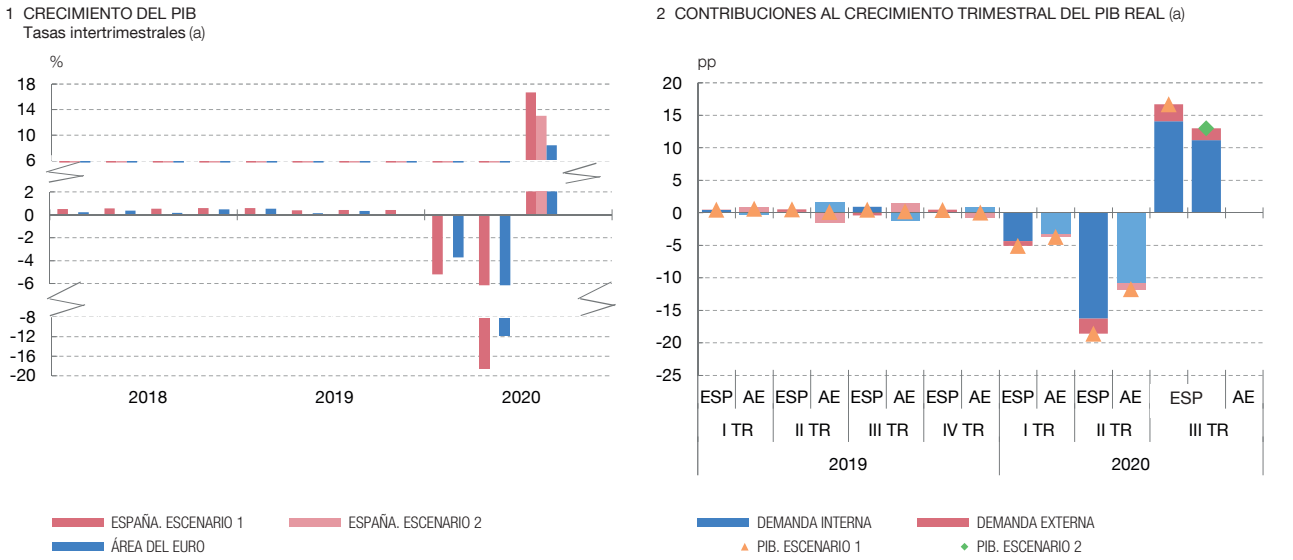
Por ramas productivas, el descenso de la actividad en el segundo trimestre de 2020 fue generalizado —con la excepción de la agricultura y la pesca—, si bien mostró una intensidad muy heterogénea por sectores, en función, principalmente, de la distinta incidencia de las medidas de confinamiento sobre cada rama. La actividad de los servicios de mercado se contrajo un 25 %, con caídas especialmente severas (cercanas al 40 % en algún caso) en las ramas del comercio minorista, ocio, restauración y hostelería, muy afectadas por las medidas de restricción a la movilidad y de distanciamiento social en vigor durante gran parte del trimestre. La construcción retrocedió también casi un 25 %, afectada, entre otros factores, por la suspensión de las actividades no esenciales entre el 29 de marzo y el 9 de abril y por el incremento de la incertidumbre. La disminución experimentada

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

Gráfico 8

LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MOSTRARÁ UNA RECUPERACIÓN PARCIAL EN EL TERCER TRIMESTRE

Tras la contracción sin precedentes registrada en el segundo trimestre del año, la actividad económica habría mostrado una recuperación parcial en el tercero, aunque de carácter incompleto y desigual por sectores. La mejoría proyectada descansa principalmente en la demanda nacional, tras la fuerte contracción registrada por este agregado en los dos trimestres anteriores.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y Banco de España.

a Para el tercer trimestre de 2020, previsiones del Banco de España para la economía española y del BCE para el área del euro.

DESCARGAR

por la actividad de la industria manufacturera también fue sustancial, aunque algo menos acusada que en los sectores anteriores: en torno al 21 %. Durante el trimestre, sobre todo en su primer tramo, las disrupciones en las cadenas globales de valor continuaron afectando a las ramas con mayor integración en las cadenas transfronterizas de suministros, como ocurre con la industria del automóvil. Por su parte, los servicios no de mercado descendieron ligeramente: en torno al 1 %.

La repercusión de la crisis sanitaria sobre la economía española está siendo más intensa que en el conjunto de la zona del euro, como consecuencia de una combinación de factores. El diferencial de crecimiento negativo entre España y la UEM registrado en los tres primeros meses de 2020 (con contracciones respectivas del 5,2 % y del 3,7 %) se amplió sensiblemente en el segundo trimestre, cuando el PIB del conjunto del área retrocedió un 11,8 % y el de España lo hizo en un 18,5 %. Este peor comportamiento de la economía española sería resultado de la confluencia de un conjunto de factores de diversa índole. En primer lugar, las medidas de confinamiento adoptadas en España durante el estado de alarma se situaron entre las más estrictas a nivel internacional. Además, la composición sectorial de la economía española, que muestra un mayor peso relativo de las ramas más afectadas por las medidas de contención de la epidemia (como el comercio o la hostelería), también contribuiría a explicar un impacto relativamente más severo

de la pandemia en nuestro país. Otras características estructurales de la economía española también apuntarían en la misma dirección. En particular, el tejido empresarial español está conformado por pequeñas y medianas empresas en una mayor proporción que en otras de las principales economías de la UEM. En general, estas empresas se enfrentan a más dificultades para mitigar los problemas de liquidez originados por perturbaciones macrofinancieras adversas o, en este caso, por la crisis sanitaria. Asimismo, la tasa de temporalidad en el mercado de trabajo es sustancialmente más elevada en España que en el área del euro, lo que hace que, ante una perturbación desfavorable, el ajuste del mercado laboral recaiga habitualmente de forma desproporcionada sobre los trabajadores con un contrato de esa naturaleza, lo que da lugar a que el impacto sobre la demanda de los hogares sea también más intenso[10].

En el tercer trimestre, la actividad económica habría mantenido una senda de recuperación gradual, con cierta pérdida de intensidad en el transcurso de este como consecuencia del empeoramiento de la crisis sanitaria

La progresiva relajación de las medidas de confinamiento durante el segundo trimestre, que culminó con la finalización del estado de alarma el 21 de junio, propició una recuperación gradual de la actividad, si bien incompleta y desigual por sectores, que se ralentizó desde finales de julio conforme se extendían los rebrotes de la epidemia. Un amplio abanico de indicadores apunta a que, desde los niveles mínimos de actividad que se alcanzaron a comienzos de abril, cuando se aplicaron las medidas de confinamiento más estrictas, se habría iniciado una senda de recuperación gradual, más intensa en las manufacturas que en los servicios. No obstante, desde finales de julio estos mismos indicadores evidencian signos incipientes de desaceleración en esta trayectoria de mejoría. Dicha desaceleración estaría fundamentalmente ligada al aumento sostenido en el número de contagios por Covid-19 que se han registrado en España a lo largo del verano y que han provocado la reintroducción de algunas medidas de distanciamiento social (que, desde el punto de vista de las ramas productivas, han recaído, principalmente, sobre las relacionadas con el ocio) y la implantación, por parte de las autoridades de un gran número de países, de diversos tipos de restricciones a los viajeros procedentes de España (con un notable impacto sobre el sector turístico).

Estas dos fases diferenciadas en el comportamiento reciente de la actividad económica española pueden apreciarse en numerosos indicadores. En concreto, la menor fortaleza reciente es apreciable tanto en los indicadores de periodicidad mensual, que habitualmente se emplean en el seguimiento de la coyuntura, como en los de frecuencia más elevada, cuyo seguimiento ha cobrado

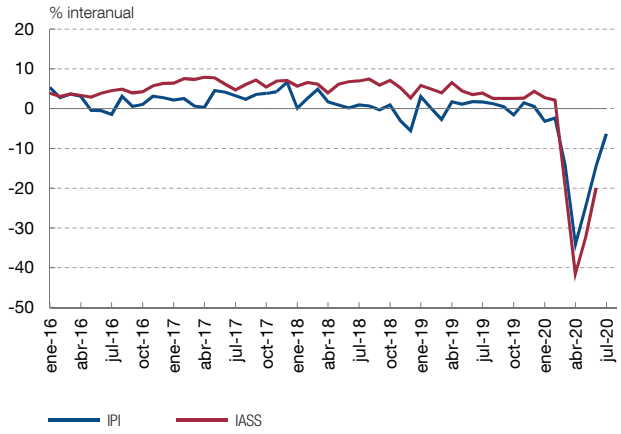
10 Para más detalle, véase Martínez-Carrascal (2020), «La relación entre el consumo y la composición de las rentas de los hogares», Artículos Analíticos, *Boletín Económico,* Banco de España, de próxima publicación.

Gráfico 9

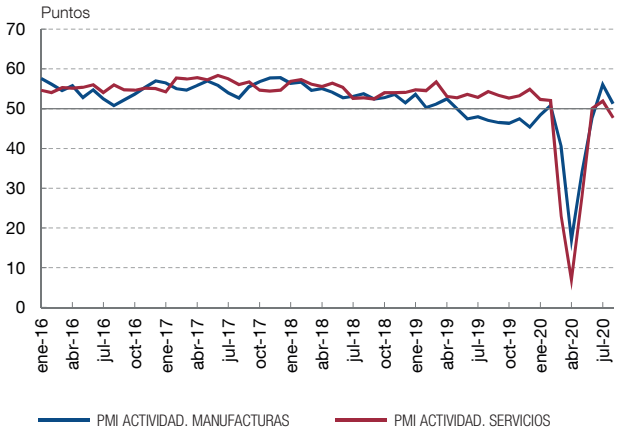
EL SECTOR SERVICIOS SEGUIRÁ SUFRIENDO DE FORMA MÁS INTENSA QUE LAS MANUFACTURAS LOS EFECTOS DE LA PANDEMIA

El sector servicios, más afectado por las medidas de distanciamiento social, registró en el segundo trimestre caídas más acusadas de la actividad que el sector de manufacturas, y se prevé que la recuperación en el tercero sea también menos intensa, como se desprende de la evolución de los indicadores tanto cualitativos como cuantitativos.

1 INDICADOR DE ACTIVIDAD DEL SECTOR SERVICIOS E ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



2 ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS



DESCARGAR

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Markit Economics y Banco de España.

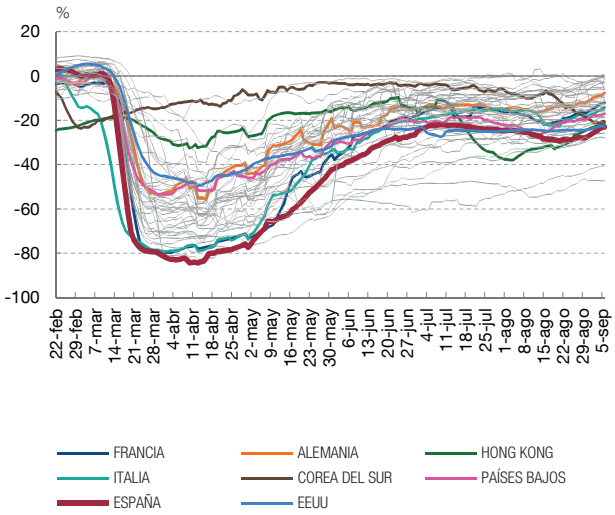
relevancia con la crisis. Entre los primeros, destacan los índices de gestores de compras (PMI), que marcaron un mínimo en abril, se recuperaron intensamente hasta julio (especialmente, en las manufacturas) y retrocedieron de nuevo en agosto (véase gráfico 9). Los índices de producción industrial (IPI) y de actividad en el sector servicios (IASS), cuyo último dato disponible corresponde al mes de junio, también apuntan a una recuperación parcial hasta esa fecha, y a una brecha más amplia respecto de los niveles previos a la crisis en los servicios (especialmente, en los transportes y en la hostelería) que en las manufacturas. Esta divergencia entre manufacturas y servicios se debería a que numerosas actividades relacionadas con las ramas de servicios (como el ocio, la restauración y la hostelería) requieren, en general, una elevada interacción interpersonal, por lo que se estarían viendo particularmente afectadas no solo por las medidas de distanciamiento social reintroducidas a lo largo del verano, sino también por una posible caída en la demanda debida a una preocupación sanitaria. Por su parte, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea evidencia una recuperación incompleta de la confianza de los agentes en el período mayo-julio, que se vio truncada en agosto con un nuevo retroceso, que fue generalizado por componentes —con la excepción de las manufacturas— y que contrastó con la mejora observada en el conjunto de la UEM. En cuanto a los indicadores de alta frecuencia, la evolución reciente de diversos indicadores de movilidad (por ejemplo, los relativos a la ubicación de los dispositivos de telefonía, al tráfico aéreo y por carretera, y a la

Gráfico 10

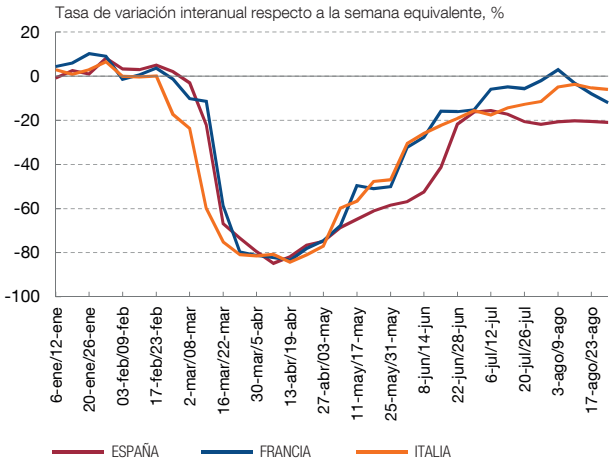
LA TENDENCIA A LA MEJORA DE LA ACTIVIDAD INICIADA HACIA EL MES DE MAYO SE HA ESTABILIZADO

La progresiva mejora de la actividad iniciada a medida que se iban relajando las medidas de confinamiento ha tendido a estabilizarse a partir del mes de julio, en un contexto de expansión de nuevos rebrotes de la epidemia.

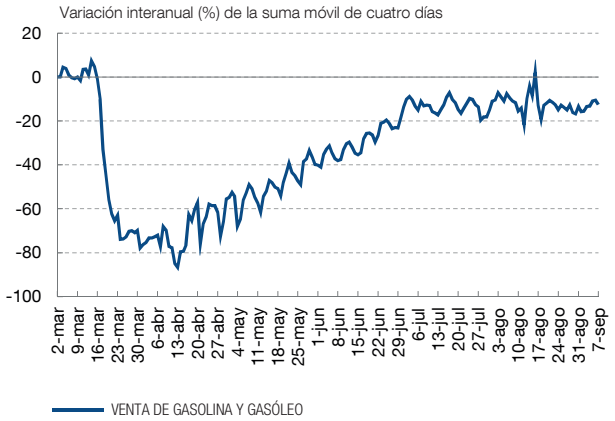
1 INDICADORES DE MOVILIDAD LOCAL. LUGARES DE OCIO Y DE COMERCIO AL POR MENOR, ESTACIONES DE TRANSPORTE PÚBLICO Y LUGARES DE TRABAJO (MEDIA MÓVIL DE SIETE DÍAS)



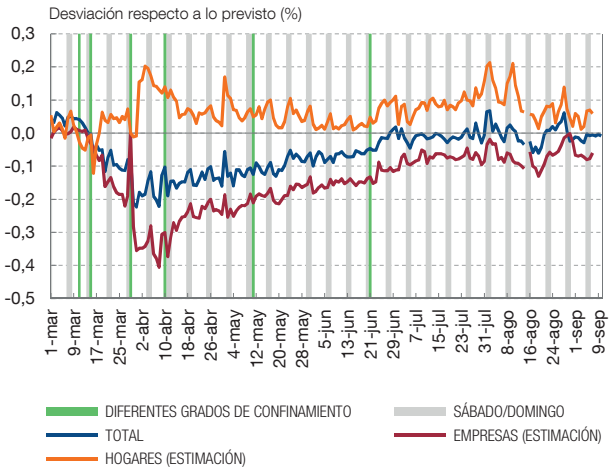
2 TRÁFICO POR AUTOPISTAS



3 VENTA DE GASOLINA Y GASÓLEO



4 ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE LAS DIFERENTES MEDIDAS DE CONFINAMIENTO SOBRE EL CONSUMO ELÉCTRICO (a)



FUENTES: Google, Grupo Atlantia, Dirección de Estudios de Repsol, Red Eléctrica de España y Banco de España.

a El período de estimación comprende desde el 1 de enero de 2019 al 10 de septiembre de 2020. La variable dependiente de la regresión es el logaritmo del consumo eléctrico horario sobre indicadores de año, mes, día de la semana y hora del día, distinguiendo tres franjas (supervalle, de 1 a 7; valle, de 7 a 13; y pico, de 13 a 1). También se incluyen temperatura máxima, temperatura máxima al cuadrado, y *dummies* de festivos nacionales y regionales ponderados por el consumo eléctrico regional.

DESCARGAR

venta de combustibles) y de consumo de energía eléctrica es coherente con una dinámica de recuperación parcial de la actividad económica española en el tramo final del segundo trimestre y en el principio del tercero, seguida de una ralentización desde finales de julio que no se aprecia en otros países de nuestro entorno (véase gráfico 10).

Esta información apunta a que, en el tercer trimestre, la pérdida de actividad con respecto a los niveles del mismo período del año anterior podría haberse situado entre el 9,5 % y el 12,3 %. Esta evolución se correspondería con un avance del producto, en tasa intertrimestral, que podría oscilar entre el 16,9 % y el 13,0 %[11]. Como se ha expuesto, el nivel de actividad parece haberse estabilizado, o incluso haber decaído en cierta medida, en las últimas semanas. No obstante, el mayor dinamismo evidenciado al comienzo del trimestre, junto con el nivel medio de producción tan reducido del trimestre precedente como consecuencia del confinamiento (efecto base), da lugar a que la tasa de crecimiento intertrimestral sea tan elevada. El rango relativamente amplio de estimaciones de avance del PIB en el trimestre se explica tanto por las dificultades para interpretar con precisión la información disponible como por la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia en la parte que aún no ha transcurrido del trimestre y sobre sus repercusiones económicas. Por componentes, el avance del PIB se apoyaría en el aumento de la demanda nacional, tras la fuerte contracción que acumuló en los dos trimestres anteriores, con incrementos intertrimestrales acusados del consumo privado y la formación bruta de capital fijo.

La recuperación del empleo ha continuado en los meses de verano, si bien ha mostrado ciertos signos de agotamiento en la segunda mitad de agosto

En términos de los datos medios de afiliación a la Seguridad Social, la mejora del mercado laboral ha permitido la creación de 332.000 empleos entre abril y agosto, frente a los 56.000 creados en el mismo período de 2019. En particular, la afiliación media aumentó en algo más de 160.000 afiliados en julio (un 0,9 %) y volvió a mostrar un leve incremento en agosto (en 6.800 personas), en contra del comportamiento estacional habitual en este mes. De esta forma, la tasa de variación interanual de la afiliación, calculada sobre los niveles medios mensuales, se situó en el –2,8 % en agosto, frente al –4,3 % de abril (véase gráfico 11.1). Con datos diarios, la evolución de la afiliación mostró, no obstante, un perfil de cierto agotamiento de este proceso de recuperación en la segunda mitad del mes de agosto, lo que podría reflejar las consecuencias de los rebrotes de la pandemia en España y de la respuesta adoptada frente a ellos por las distintas autoridades, incluidas las de los países de origen de los turistas (véase gráfico 11.2). Por ramas de actividad, la recuperación del empleo ha sido especialmente intensa en la construcción, donde, tras el fuerte ajuste de la ocupación en el período de confinamiento más severo, el nivel de agosto ya era similar al observado un año antes. Por el contrario, en las ramas de servicios de mercado el empleo se situó en el promedio de agosto todavía un 4,7 % por debajo de su nivel en el mismo mes de 2019, mientras que en la industria la caída interanual se redujo en 1 pp entre abril y agosto, hasta el –2,4 %[12].

11 Para más detalle sobre esta estimación, véase el recuadro 1 de este Informe, «Escenarios macroeconómicos para la economía española (2020-2022)».

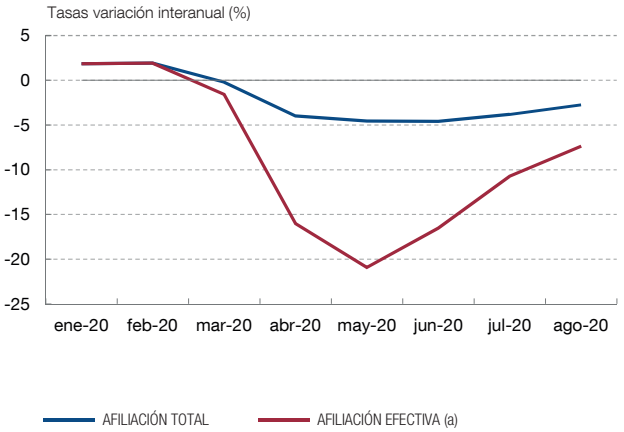
12 Para más detalles sobre el comportamiento del empleo en los últimos meses por ramas de actividad y provincias, véase el recuadro 7 de este Informe, «La recuperación del empleo en los últimos meses: una perspectiva provincial y sectorial».

Gráfico 11

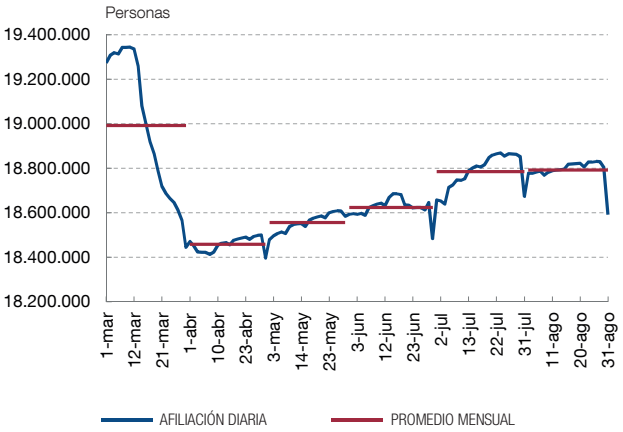
EVOLUCIÓN RECIENTE DEL EMPLEO

Después de los fuertes retrocesos observados en la afiliación desde la segunda quincena de marzo, en los meses de verano se ha apreciado una progresiva recuperación de la afiliación, aunque en agosto esta aún se mantuvo un 2,4 % por debajo del nivel alcanzado en febrero. Los trabajadores afectados por ERTE también se han reducido con intensidad a lo largo del verano, lo que ha permitido que la afiliación efectiva se haya recuperado desde tasas interanuales inferiores al –20 % en mayo hasta el –7,4 % de agosto.

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



2 AFILIACIÓN DIARIA DESDE MARZO



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.

DESCARGAR

La recuperación de la afiliación hasta agosto ha venido acompañada por un fuerte descenso en el grado de utilización de los ERTE como mecanismo de suspensión temporal de las relaciones laborales. A finales de agosto, algo más de 800.000 trabajadores se encontraban afectados por un ERTE, lo que implica un descenso del 76 % respecto a los máximos alcanzados en abril. De nuevo, el perfil de esta caída fue algo más intenso en julio (–38,9 % mensual) que en agosto (–27,4 %) y se mantuvo una elevada heterogeneidad por ramas de actividad. En particular, en algunas ramas de servicios, como la hostelería, algo más del 18 % de los trabajadores se encontraban aún afectados por un ERTE a finales de agosto, mientras que en las manufacturas o en la construcción la incidencia de los ERTE fue muy inferior (4,8 % y 1,7 %, respectivamente). La disminución de los trabajadores afectados por ERTE ha permitido que la afiliación en términos efectivos se haya recuperado de forma intensa durante los meses de verano, desde los descensos interanuales superiores al 20 % en mayo, hasta el –7,4 % de agosto.

En conjunto, el empleo medido en términos de horas trabajadas habría mostrado un descenso interanual en el tercer trimestre algo superior al 10 %, similar al esperado para la actividad económica. Este dato supone, no obstante, una acusada recuperación en las horas trabajadas, en comparación con el descenso del 24,8 % observado en el segundo trimestre. Por su parte, se espera que la tasa

de paro repunte con cierta intensidad en el tercer trimestre, tras el 15,3 % del segundo. Cabe notar, a este respecto, que, a pesar de la pronunciada caída en el empleo que se observó en el segundo trimestre, el incremento de la tasa de paro en ese período fue relativamente moderado (de 1 pp), pues se vio mitigado tanto por la amplia utilización de los ERTE como por las dificultades para buscar un empleo de quienes lo perdieron durante el estado de alarma, lo que hizo que fueran considerados inactivos al no poder buscar activamente un puesto de trabajo. En el tercer trimestre se espera que buena parte de estas personas inactivas se reincorporen a la búsqueda de empleo, lo que ejercerá una presión al alza sobre la tasa de paro.

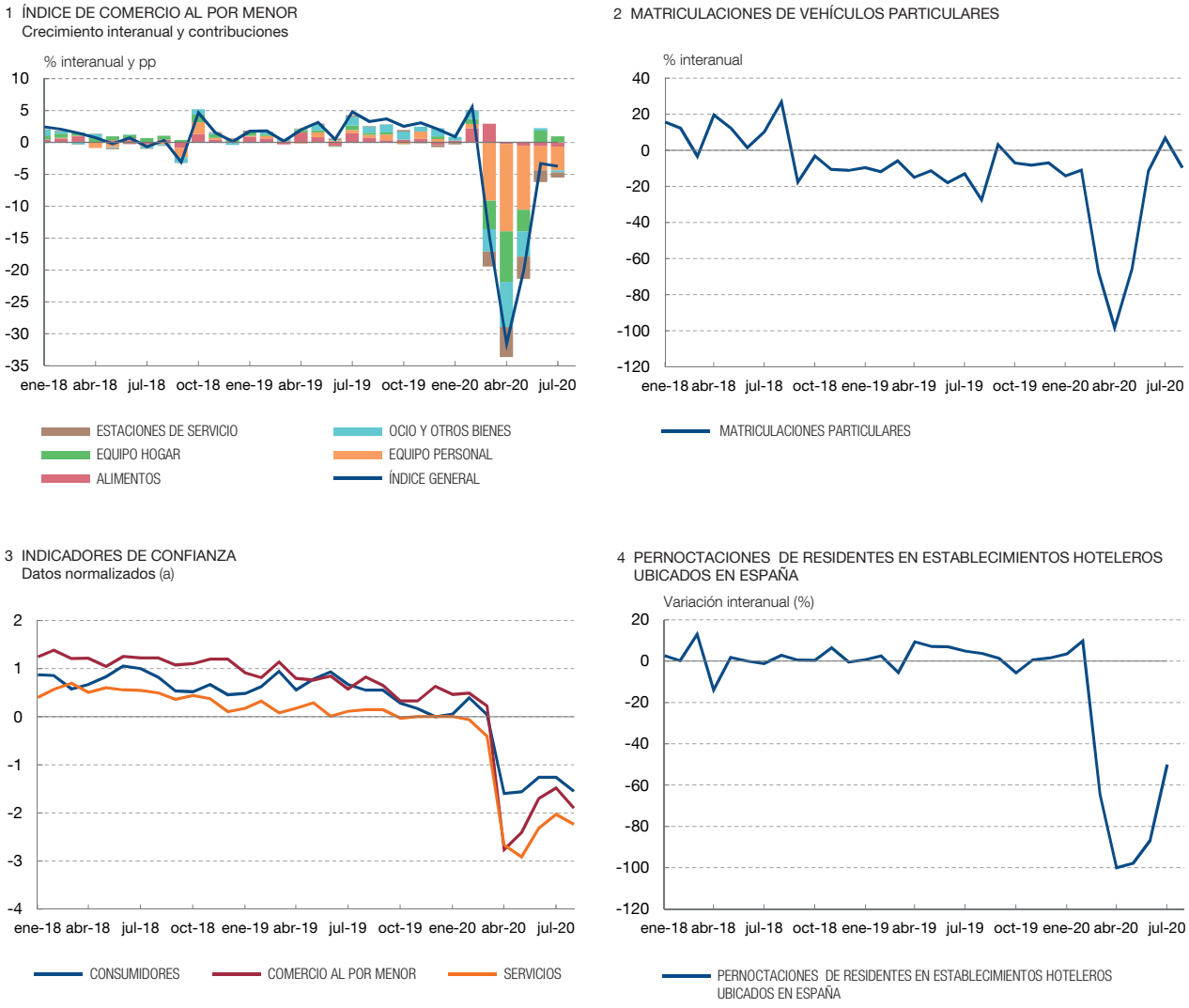
Todos los componentes de la demanda nacional privada y los flujos de intercambios exteriores de bienes y servicios registrarán un repunte en el tercer trimestre del año, tras las intensas caídas de los trimestres precedentes

La reapertura gradual de la economía ha permitido que el consumo privado haya repuntado en el tercer trimestre, aunque se situaría todavía por debajo de los niveles previos a la pandemia. Después de los abultados retrocesos que registraron en el primer semestre del año, las adquisiciones de bienes duraderos y semiduraderos y el gasto en servicios han mostrado incrementos pronunciados recientemente. En particular, las matriculaciones de automóviles particulares aumentaron un 6,9 % interanual en julio, lo que reflejaría, en cierta medida, el impacto positivo de la puesta en marcha de los planes de ayuda para la compra de vehículos y la absorción progresiva de la demanda acumulada en los meses de confinamiento. No obstante, esta variable cayó en agosto un 9,6 % en tasa interanual, lo que sugiere un posible agotamiento de estos factores (véase gráfico 12). Otros indicadores referidos a julio mostraron una evolución favorable en ese mes, en consonancia con el hecho de que volviera a ser posible el consumo de determinados bienes y servicios. En primer lugar, el índice de comercio al por menor presentó en ese mes una recuperación especialmente marcada en la venta de ropa y calzado y de equipamiento del hogar. Asimismo, el gasto en servicios repuntó sustancialmente tras la reapertura de la actividad en la hostelería, si bien permanecería en niveles inferiores a los observados antes de la pandemia. Así, por ejemplo, las pernoctaciones hoteleras efectuadas por residentes en el territorio nacional repuntaron sustancialmente, de forma que el retroceso interanual se moderó hasta el 50 % (frente al descenso del 95 % registrado entre abril y junio). Desde mayo, el flujo de crédito al consumo también ha moderado su retroceso en términos interanuales, si bien su evolución sigue marcada por una apreciable debilidad, en un contexto caracterizado aún por una elevada incertidumbre. En este sentido, los indicadores de confianza, que repuntaron sensiblemente en la parte final del segundo trimestre, ralentizaron su mejoría en julio e incluso retrocedieron en agosto.

Gráfico 12

LA CRISIS DEL COVID-19 HA TENIDO UN GRAN IMPACTO EN EL GASTO DE LOS HOGARES

El consumo de las familias habría repuntado en la parte transcurrida del tercer trimestre, de forma especialmente intensa en términos del gasto en bienes duraderos, que había presentado una contracción muy acusada en el segundo trimeste del año. No obstante, el consumo de los hogares sigue situándose en niveles inferiores a los registrados antes de la pandemia. Los indicadores de confianza han presentado una cierta recuperación en los últimos meses, aunque continúan en niveles reducidos.



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.

DESCARGAR

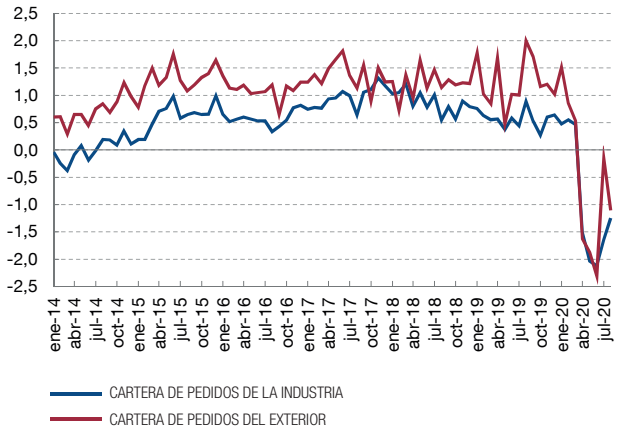
Fruto de la recuperación del consumo, la tasa de ahorro de los hogares habría descendido en el tercer trimestre. No obstante, el elevado nivel de incertidumbre y la situación del mercado laboral mantendrían la tasa de ahorro en niveles superiores a los observados con anterioridad a la pandemia. En cuanto a la posición patrimonial de los hogares, cabe reseñar que, a pesar de que el volumen de deuda de este sector no se ha elevado tras la pandemia, su capacidad de repago podría verse mermada en el medio plazo por la caída de ingresos,

Gráfico 13

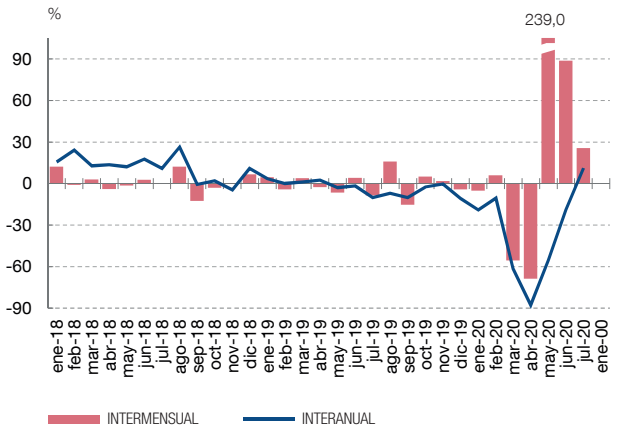
LA INVERSIÓN EMPRESARIAL REPUNTARÁ EN EL TERCER TRIMESTRE

La inversión en bienes de equipo e intangibles experimentará una recuperación entre julio y septiembre, tras el desplome inédito del segundo trimestre del año. Así lo sugiere la evolución reciente de los indicadores de confianza y de actividad relacionados con este componente de la demanda.

1 CARTERA DE PEDIDOS DE LA INDUSTRIA
Datos normalizados (a)



2 MATRICULACIONES DE VEHÍCULOS DE CARGA



FUENTES: Comisión Europea y Ministerio del Interior (Dirección General de Tráfico).

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

DESCARGAR

especialmente en aquellos segmentos de la población que se han visto más afectados por la crisis[13].

Todos los componentes de la formación bruta de capital fijo repuntarían intensamente en tasa intertrimestral en el tercer trimestre, aunque sus niveles seguirían siendo claramente inferiores a los previos a la pandemia. En el caso de la inversión en vivienda, que experimentó una notable caída en el segundo trimestre, el incremento proyectado vendría explicado por la progresiva normalización de las operaciones de compraventa y de iniciación de obra nueva una vez levantadas las restricciones a la movilidad, así como por la materialización de decisiones de compra postergadas durante el confinamiento. En este contexto, la tasa de crecimiento interanual de los flujos de crédito para adquisición de vivienda registró valores positivos en julio por primera vez desde el inicio de la pandemia, aunque en términos acumulados de tres meses todavía permaneció en terreno negativo. En cuanto a la inversión empresarial, los indicadores de corto plazo relacionados con esta partida también apuntarían a un repunte intertrimestral en el período julio-septiembre, que, no obstante, solo compensaría parcialmente el

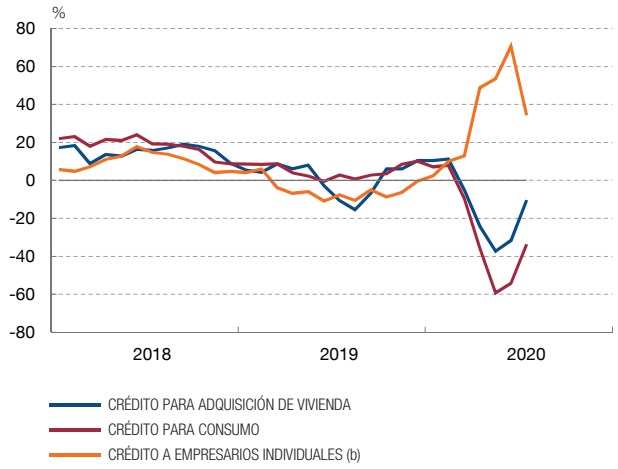
13 En el corto plazo, estos efectos se han visto amortiguados, en cierta medida, por las moratorias de deuda y las medidas de protección de rentas que se han aprobado para hacer frente a los efectos económicos de la pandemia.

Gráfico 14

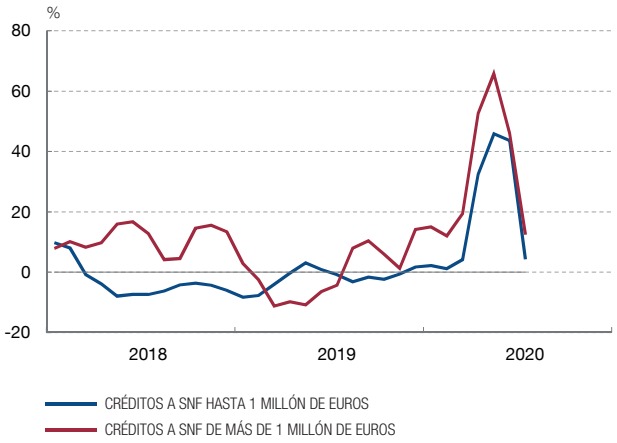
SE MODERAN LAS TENDENCIAS DE LOS ÚLTIMOS MESES EN EL DINAMISMO DE LAS NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO

Se ha moderado la contracción del nuevo crédito a los hogares para adquisición de vivienda y consumo, mientras que el flujo de financiación a las actividades productivas (empresas no financieras y empresarios individuales) se ha desacelerado considerablemente desde mayo, tras el elevado crecimiento de los meses precedentes. El saldo de crédito a los hogares para adquisición de vivienda y consumo continúa retrocediendo, mientras que la financiación bancaria a las actividades productivas sigue avanzando a tasas interanuales elevadas, pero más moderadas que durante los meses precedentes. La financiación empresarial mediante la emisión de valores de renta fija se ha desacelerado en julio, tras la pauta de aceleración de los dos meses precedentes.

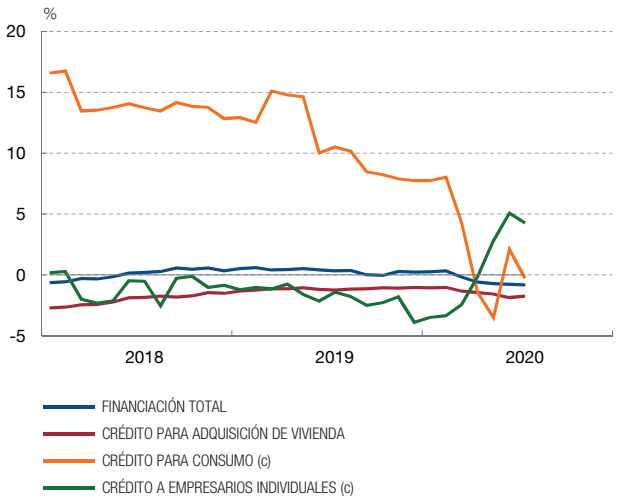
1 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A LOS HOGARES
Variación interanual (a)



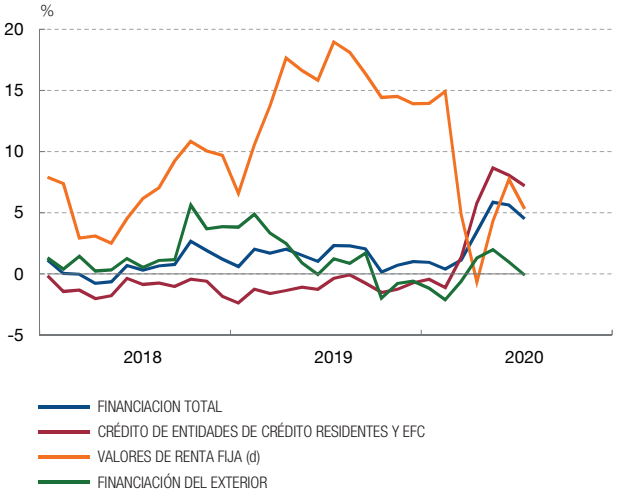
2 NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Variación interanual (a)



3 FINANCIACIÓN A LOS HOGARES
Variación interanual



4 FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS
Variación interanual



FUENTE: Banco de España.

a Flujo acumulado de tres meses.
b Incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.
c No incluye el crédito titulizado.
d Incluye las emisiones realizadas por las filiales residentes de sociedades no financieras.

DESCARGAR

desplome registrado en el trimestre precedente. En particular, las lecturas más recientes de los indicadores de confianza de la industria, la cartera de pedidos en este sector, los PMI de actividad, las expectativas de producción de bienes de

inversión de la Encuesta de Coyuntura Industrial (ECI) del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, y las matriculaciones de vehículos de carga serían coherentes, en todos los casos, con una cierta recuperación de la inversión empresarial en el trimestre en curso (véase gráfico 13).

Respecto a la financiación de las decisiones de inversión, desde mayo se ha desacelerado el nuevo crédito captado por las empresas no financieras y, en menor medida, por los autónomos, **tras el elevado crecimiento de los meses anteriores** (véanse gráficos 14.1 y 14.2). Esta pérdida de dinamismo estaría relacionada, en parte, con el excepcional volumen de financiación captado por estos sectores entre marzo y mayo, que se explica en gran medida por la primera línea de avales públicos gestionada por el ICO de cerca de 100 mm de euros, que en estos momentos estaría prácticamente agotada. La nueva línea de avales, aprobada en julio, por un importe máximo de 40 mm de euros, contribuirá previsiblemente a estimular la concesión de crédito a estos sectores durante los próximos meses. Como resultado de la evolución de estos flujos de financiación, el saldo de crédito concedido por las entidades residentes a las actividades productivas se ha desacelerado durante los últimos meses, aunque las tasas de crecimiento interanuales seguían en julio en niveles elevados (7,2 % en el caso de las empresas no financieras y 4,3 % en el de los empresarios individuales) (véanse gráficos 14.3 y 14.4). La financiación empresarial en los mercados de renta fija también se ha desacelerado en julio, pasando a registrar una tasa de crecimiento interanual del 5,3 %, tras la pauta de aceleración de los dos meses precedentes. En cuanto a la posición patrimonial agregada del sector corporativo, esta habría seguido deteriorándose en el segundo trimestre, según datos provisionales, tras el empeoramiento del primero. En particular, la ratio de endeudamiento sobre PIB[14] del conjunto de empresas no financieras habría aumentado en casi 9 pp, hasta el 82 % (el nivel más elevado desde principios de 2017), como consecuencia tanto del incremento del numerador como de la caída del denominador. Esta evolución también habría resultado en un incremento de la ratio de carga financiera del sector.

Las exportaciones e importaciones de bienes y servicios continúan apreciablemente por debajo de los niveles previos a la crisis sanitaria, en particular los flujos turísticos

Tras el desplome sin precedentes del trimestre anterior, el repunte intertrimestral de los flujos de comercio exterior de bienes y servicios en el tercer trimestre habría sido significativo. Esto no habría impedido, sin embargo, que los niveles de estas variables permanezcan significativamente por debajo de los observados antes

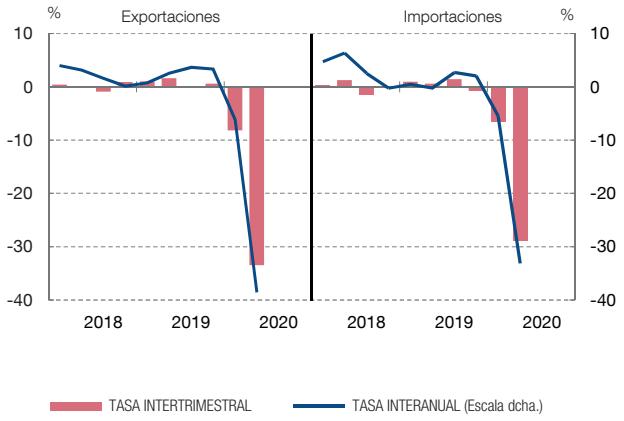
14 Esta ratio se ha calculado con el avance del PIB del segundo trimestre (en términos acumulados de cuatro trimestres) publicado por el INE.

Gráfico 15

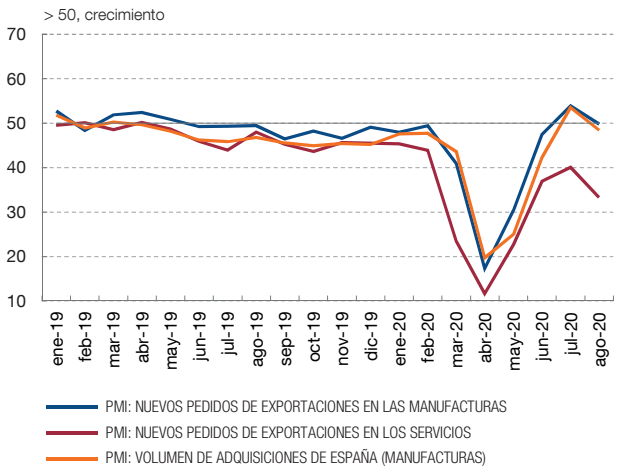
LOS FLUJOS DE COMERCIO EXTERIOR SE HABRÍAN RECUPERADO EN LOS ÚLTIMOS MESES, SIN ALCANZAR AÚN LOS NIVELES PREVIOS A LA CRISIS SANITARIA

Las transacciones con el resto del mundo han iniciado una recuperación gradual conforme se han relajado las medidas de contención de la epidemia adoptadas a escala tanto nacional como internacional Esta mejoría es más sólida en el comercio de bienes que en los servicios, condicionados estos últimos por los rebrotes de la epidemia en España, que han interrumpido la trayectoria de recuperación paulatina del turismo y del transporte internacional de pasajeros que se apreció a principios de julio.

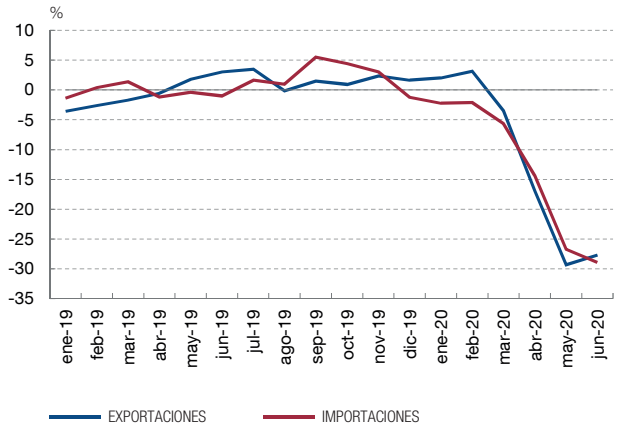
1 EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES Y DE SERVICIOS (a)



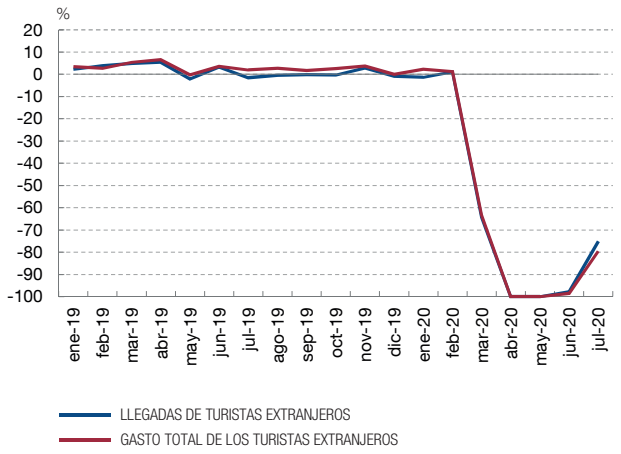
2 INDICADORES DE CONFIANZA



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



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.

DESCARGAR

de la crisis sanitaria. El incremento de los intercambios con el exterior se extendería tanto a las exportaciones como a las importaciones, con aumentos generalizados de las transacciones de bienes y de servicios en ambos casos.

En el segundo trimestre, el saldo neto exterior detrajo 2,3 pp al crecimiento del producto. En ese período se produjeron caídas muy severas de las transacciones

de bienes y servicios con el resto del mundo (véase gráfico 15.1). En concreto, las exportaciones agregadas disminuyeron entre abril y junio un 33,5 %, mientras que las importaciones retrocedieron un 28,8 %. En el caso de los bienes, el descenso de las ventas al resto del mundo fue algo menos acusado que el de las compras al exterior, en un contexto de acusada debilidad de la demanda nacional. Por el contrario, la disminución de las exportaciones de servicios, condicionadas por el comportamiento negativo tanto del turismo como del resto de los servicios, fue bastante más abrupta que la de las importaciones.

Sin embargo, la información disponible apuntaría a que la aportación de las exportaciones netas habría cambiado de signo en el tercer trimestre, tornándose positiva. El cambio de signo de la contribución del sector exterior al crecimiento del producto reflejaría los indicios existentes de que el repunte intertrimestral habría sido más acusado en la vertiente exportadora que en la importadora. Con todo, en el contexto actual, muy condicionado por la evolución de la pandemia y su impacto sobre la economía española e internacional, existe una elevada incertidumbre sobre el signo y la magnitud de la contribución del sector exterior al crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre.

Las transacciones de bienes con el exterior muestran una senda de recuperación gradual, más pronunciada en el caso de las exportaciones. La información más adelantada, de carácter cualitativo, corresponde a los nuevos pedidos de exportación del PMI de manufacturas de España, que se estabilizaron en agosto tras el aumento del mes anterior (véase gráfico 15.2). Esta evolución tiene lugar en un contexto de reactivación del comercio global (de acuerdo con la información disponible hasta julio), aunque este todavía permanece en niveles sensiblemente inferiores a los del mismo período del año anterior. El componente de compras de consumos intermedios del PMI de manufacturas, que guarda una relación indirecta con las importaciones, muestra una trayectoria más débil que el indicador de pedidos de exportación, lo que alimenta la evidencia de que la recuperación de las ventas al resto del mundo habría sido más intensa que la de las compras.

La evolución mostrada por los datos de Aduanas hasta junio, último mes disponible, corrobora cuantitativamente la información que proporcionan los indicadores cualitativos hasta agosto. De acuerdo con Aduanas, hasta junio las transacciones de bienes apuntan una tendencia de reactivación gradual, sobre todo en la vertiente exportadora (véase gráfico 15.3). A lo largo del segundo trimestre se ha aminorado el ritmo de caída interanual de las importaciones y, especialmente, de las exportaciones, que retrocedieron en junio un 18,6 % y un 9,1 %, respectivamente, frente a descensos que rebasaban el 30 % en los dos meses previos. La tónica de mejoría gradual de las ventas de bienes al resto del mundo es generalizada por tipos de productos, con un comportamiento destacado de los bienes de equipo y los alimentos, que en junio ya recuperaron tasas positivas de crecimiento. Con todo, las

exportaciones de productos intermedios no energéticos se han recuperado menos intensamente, condicionadas por la reanudación paulatina de la actividad, la disrupción de las cadenas de producción globales durante la crisis sanitaria y los niveles todavía relativamente elevados de inventarios que mantienen las empresas manufactureras. Por áreas geográficas, la mejoría de las exportaciones reales a la UE está siendo algo más intensa que la de las destinadas a los mercados extracomunitarios.

En la vertiente importadora, la recuperación está siendo más tenue. La evolución de las compras al resto del mundo, en términos reales, se explica por la elevada debilidad que sigue observándose en las compras energéticas y de bienes de consumo duradero, y, desde una perspectiva más general, por la marcada falta de empuje de la demanda privada en España, más acusada que la de sus socios comerciales, lo que, en último término, determina que el saldo de bienes contribuya a la esperada aportación positiva de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB.

En cuanto al comercio exterior de servicios, las perspectivas de recuperación paulatina que el turismo y el transporte internacional mostraban al principio del tercer trimestre se han visto interrumpidas por la extensión de los rebrotes. Los indicadores cualitativos más recientes, como el PMI, son compatibles con una mejoría de las exportaciones de servicios en el tercer trimestre menos pronunciada que la que experimentaría el comercio de bienes. En el caso del turismo, cuya actividad se anuló en el segundo trimestre, las exportaciones mostraron una trayectoria de mejoría paulatina durante las primeras semanas de julio, una vez finalizado el estado de alarma y reiniciados los viajes internacionales con un gran número de países (véase gráfico 15.4). Sin embargo, desde finales de ese mes las perspectivas se han visto truncadas por el impacto negativo de los rebrotes de la epidemia en España, que han acarreado la reintroducción de restricciones a los viajes a nuestro país por parte de los principales países emisores[15].

La evolución más reciente de las cuentas de las Administraciones Públicas (AAPP) está acusando los profundos efectos de la crisis epidemiológica y de las medidas adoptadas para paliar su impacto sobre las finanzas públicas

En los últimos meses, el Gobierno ha continuado adaptando las medidas de política económica desplegadas desde el estallido de crisis sanitaria a la evolución de esta. Así, en el ámbito del mercado de trabajo, el Consejo de Ministros aprobó a finales de junio la extensión hasta el 30 de septiembre de las medidas dirigidas a la protección del empleo, aunque modificó las condiciones

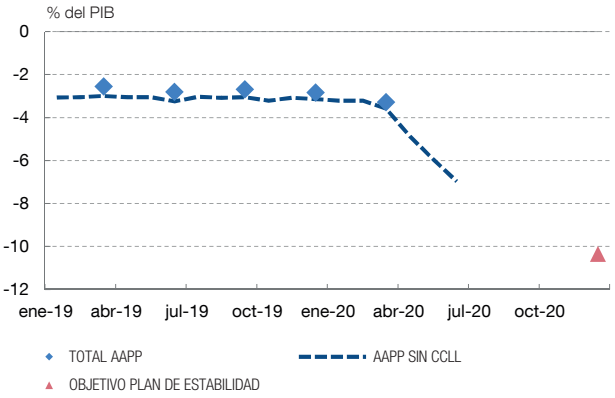
15 Para un mayor detalle sobre la evolución del turismo en España en los últimos meses, véase el recuadro 8 de este Informe, «Evolución reciente del turismo extranjero en España».

Gráfico 16

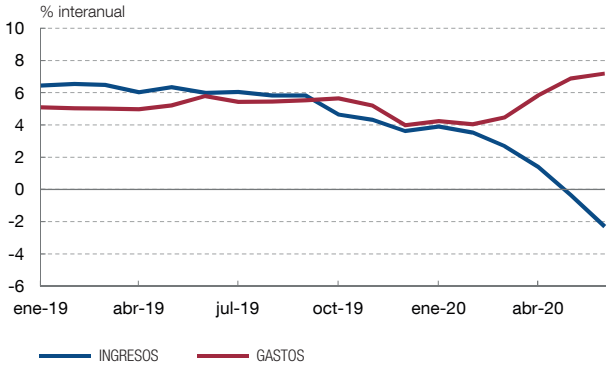
LAS CUENTAS PÚBLICAS REGISTRARON UN FUERTE DETERIORO EN LA PRIMERA MITAD DEL AÑO

El impacto de la crisis sanitaria, de las medidas adoptadas para contenerla y de las actuaciones de política fiscal puestas en práctica para contrarrestar sus efectos se reflejan claramente en los datos de ejecución presupuestaria hasta junio. El deterioro del saldo presupuestario previsiblemente continuará a lo largo del año.

1 SALDO DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (a)
Acumulado de doce meses



2 INGRESOS Y GASTOS DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (b)
Acumulado de doce meses



FUENTE: Intervención General de la Administración del Estado, Actualización del Programa de Estabilidad 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.

DESCARGAR

aplicadas[16, 17]. Además, en julio, el Gobierno aprobó también la creación de una nueva línea de avales, por un importe máximo de 40 mm de euros, con la finalidad principal de financiar inversiones de empresas y autónomos[18].

La evolución más reciente de las finanzas públicas refleja el impacto de la crisis y de las medidas aprobadas desde marzo. El déficit de las AAPP excluyendo las Corporaciones Locales (CCLL), acumulado de doce meses, se situó en la primera mitad de 2020 en el 7 % del PIB, 3,8 pp por encima del registrado en diciembre del año pasado (véase gráfico 16). Esta cifra refleja un aumento de los gastos del 7,2 % interanual y una desaceleración de los ingresos hasta el –2,3 % (frente al incremento del 3,6 % registrado en el conjunto de 2019). De acuerdo con la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE), más del 70 % del aumento del gasto registrado hasta junio estaría directamente relacionado con la pandemia de Covid-19. Como se señala en el recuadro de proyecciones, estas dinámicas se traducirán en un aumento muy sustancial del desequilibrio presupuestario de las AAPP en el conjunto de 2020, que pasaría del 2,8 % del PIB con que se cerró 2019 a una ratio entre el 10,8 % y el 12,1 %, de acuerdo con los dos escenarios contemplados por el Banco de España.

16 Véase el RDL 24/2020.
17 A fecha de cierre de este Informe, el Gobierno está negociando con los agentes sociales una nueva extensión de estas medidas.
18 Véase el RDL 25/2020.

En su reunión celebrada entre los días 17 y 21 del pasado mes de julio, el Consejo de la UE aprobó un amplio paquete de medidas fiscales de apoyo a las economías europeas más afectadas por el impacto de la crisis derivada del Covid-19 (véase recuadro 5). España sería, en términos del importe total, uno de los principales países beneficiarios de este programa (solo por detrás de Italia), pudiendo llegar a recibir fondos por un volumen de hasta el 8 % del PIB de 2019 durante el período 2021-2026. A fecha de cierre de este Informe, existen todavía muchas dimensiones de este paquete de estímulo por definir, como su cuantía total, su distribución temporal y su composición presupuestaria. En cualquier caso, su elevada dimensión sugiere que, bajo determinados supuestos sobre su composición y duración, este programa podría suponer un impulso fiscal muy significativo para nuestro país en los próximos años (véase recuadro 9).

En los últimos meses, el comportamiento de los precios de consumo ha venido determinado por la aceleración de los precios energéticos y por la moderación de los componentes no energéticos, en un contexto de debilidad de la demanda

La inflación, medida por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), ha moderado levemente su ritmo de descenso en los últimos meses, hasta alcanzar un -0,6 % en agosto (véase gráfico 17.1). Esta dinámica fue el resultado de la aceleración de los precios energéticos, compensada parcialmente por la moderación en el ritmo de crecimiento de los precios alimenticios y de la inflación subyacente (véanse gráficos 17.2 y 17.3). El componente energético se aceleró hasta alcanzar una tasa interanual cercana al –9,3 % en agosto, en línea con la recuperación del precio del petróleo, que casi duplicó su precio medio mensual entre abril y julio, estabilizándose durante el mes de agosto en el entorno de los 45 dólares/barril (véase gráfico 17.4). Entre los componentes no energéticos, los precios de los alimentos, que duplicaron su tasa de crecimiento entre febrero y abril, fundamentalmente por el comportamiento de los alimentos frescos, se desaceleraron posteriormente hasta una tasa similar a la registrada antes de la pandemia.

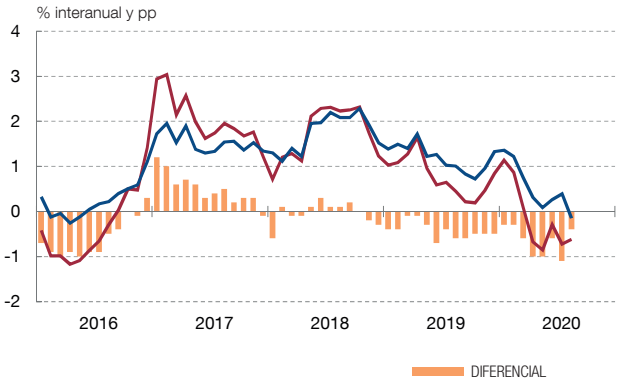
La inflación subyacente se desaceleró de forma acusada en julio y marginalmente en agosto, hasta alcanzar una tasa interanual del 0,1 %, el valor más bajo de los cinco últimos años. Los componentes del núcleo inflacionista siguieron trayectorias contrapuestas. Por un lado, los precios de los servicios se desaceleraron bruscamente en julio, manteniéndose la tasa interanual del 0,1 % en agosto, de acuerdo con el comportamiento mucho menos dinámico del habitual en esas fechas de las partidas relacionadas con el turismo. Por otro lado, los precios de los bienes industriales no energéticos se aceleraron hasta una tasa interanual del 0,2 % en agosto, como resultado de la trayectoria más expansiva de algunas partidas, como las relacionadas con el equipamiento del hogar. El

Gráfico 17

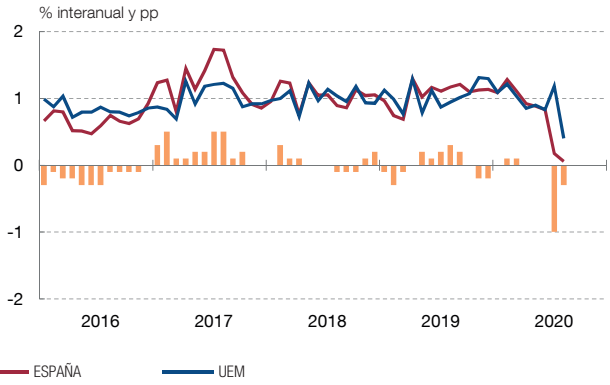
DESCENSO DE LA INFLACIÓN Y MODERACIÓN DE LOS INCREMENTOS SALARIALES

La inflación ha aumentado de forma algo más intensa en el área del euro que en España, en un contexto de recuperación del precio del petróleo y moderación en el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos entre mayo y agosto similar en ambas áreas, mientras que la inflación subyacente ha evolucionado de forma dispar. En el ámbito interno, las tarifas salariales se mantienen relativamente estables, en un contexto de escaso avance de la negociación colectiva.

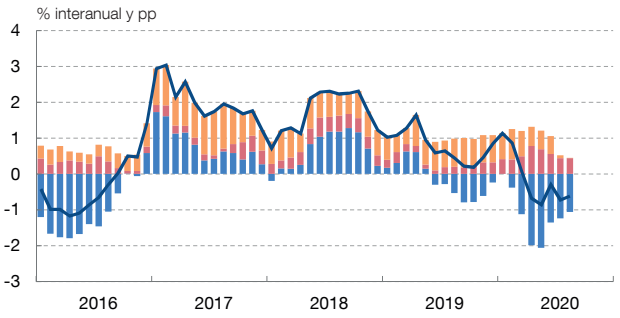
1 ÍNDICE GENERAL



2 ÍNDICE GENERAL, SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS

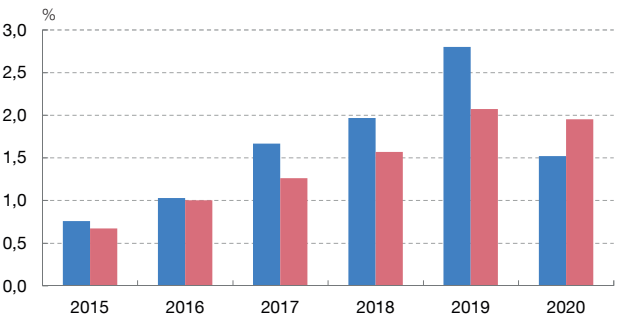


3 ÍNDICE GENERAL: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES

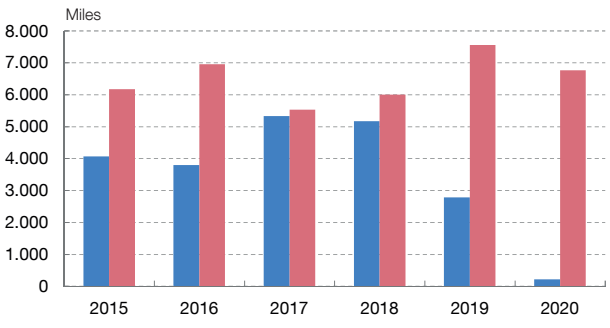


4 PRECIO DEL PETRÓLEO *SPOT* Y MERCADO DE FUTUROS

5 AUMENTO SALARIAL PACTADO (a)



6 TRABAJADORES AFECTADOS POR NEGOCIACIÓN COLECTIVA (a)



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

a Con información hasta agosto de 2020. Los convenios revisados corresponden a convenios firmados en años anteriores y los de nueva firma son los firmados en 2020.

DESCARGAR

diferencial de inflación subyacente frente al conjunto del área del euro se situó en agosto en –0,3 pp[19].

En los próximos meses se espera que la tasa de inflación permanezca en valores negativos, aunque cercanos a cero. Esta evolución estaría condicionada por la contribución cada vez menos negativa de los precios energéticos, mientras que la inflación subyacente permanecería en valores muy moderados como consecuencia de los modestos aumentos esperados en los precios de los servicios, especialmente de los relacionados con el turismo. Todo ello en un contexto donde siguen persistiendo elementos de distinto signo que influyen en la evolución de los precios. Por un lado, las presiones a la baja derivadas de la debilidad de la demanda podrían intensificarse en los próximos meses si la expansión reciente de la pandemia llegara a exigir la implantación de medidas de contención más severas para frenarla. Por otro lado, tampoco son descartables ciertas presiones alcistas derivadas de los aumentos de costes asociados a la introducción por parte de las empresas de medidas higiénico-sanitarias.

Los convenios colectivos han mantenido una cierta estabilidad en las tarifas salariales pactadas, en un contexto de escaso avance de la negociación, si bien los costes laborales de las empresas repuntaron en el segundo trimestre del año (véanse gráficos 17.5 y 17.6). Las tarifas salariales de los convenios colectivos han mantenido, con datos hasta agosto, un incremento medio del 1,9 %, algo por debajo del 2,3 % firmado en el año anterior. Estas subidas, que afectan ya a un número muy elevado de trabajadores (casi 7 millones), reflejan fundamentalmente lo acordado en convenios colectivos firmados en años anteriores, ya que los convenios de nueva firma son aún muy escasos. Por lo tanto, estos incrementos salariales no estarían recogiendo, por el momento, el impacto sobre el mercado laboral de la crisis actual. Por otra parte, los datos de remuneración por asalariado de la CNTR mostraron en el segundo trimestre del año un avance del 3,1 % en la economía de mercado, frente al 1,2 % del primero. Dada la estabilidad de las tarifas salariales, esta aceleración en la remuneración por asalariado estaría relacionada, fundamentalmente, con efectos de composición derivados del intenso proceso de destrucción de empleo que tuvo lugar en nuestro país tras el estallido de la crisis sanitaria.

10.9.2020.

19 En la fecha de cierre de este Informe, únicamente se disponía, para el conjunto de la UEM, de los datos de avance (provisionales) de inflación de agosto.