

# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2020-2022): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE JUNIO DE 2020

## Introducción y resumen

En este documento se describen las proyecciones macroeconómicas de la economía española para el período 2020-2022, que forman parte de las proyecciones del Eurosistema para el conjunto del área del euro presentadas al Consejo de Gobierno del BCE y publicadas en la página web de esta institución el 4 de junio<sup>1</sup>. La fecha de cierre de los supuestos técnicos utilizados (que se detallan en el recuadro 1) fue el pasado 18 de mayo, y la elaboración de las proyecciones concluyó el 25 de ese mes.

La pandemia de Covid-19 ha dado lugar a un elevado grado de incertidumbre acerca de las perspectivas tanto de la economía española como de la del área del euro. Habitualmente, las proyecciones del Eurosistema constan de un escenario central, acompañado de una valoración de la naturaleza y el signo de los riesgos en torno a este. Para reflejar el extraordinario nivel de incertidumbre en el momento presente, el Eurosistema ha optado en esta ocasión por modificar esta práctica habitual, dando paso a la confección de varios escenarios alternativos, en línea con el enfoque seguido tras la crisis por otras instituciones (incluido el Banco de España, con la publicación, el pasado 20 de abril, de sus escenarios macroeconómicos de referencia)<sup>2</sup>.

La incertidumbre actualmente existente refleja factores de muy distinta naturaleza a los diversos plazos del horizonte de proyección. El procedimiento utilizado para estimar la caída del PIB en el trimestre actual, basado en estimaciones del porcentaje de reducción del producto en cada uno de los sectores como consecuencia de la introducción de medidas de limitación de la movilidad y de distanciamiento social y, por tanto, de la actividad, presenta, en un episodio tan inusual como el actual, un grado de fiabilidad relativamente alto frente a los enfoques tradicionales, basados fundamentalmente en el análisis de un conjunto de indicadores coyunturales, pero también algunas carencias. Por ejemplo, las dificultades para estimar el volumen de producción perdido se ven acentuadas en el contexto actual, en el que la reapertura parcial de algunas ramas tiene lugar de manera heterogénea desde el punto de vista geográfico y, con frecuencia, incorpora ciertas limitaciones de aforos máximos en la prestación de un abanico amplio de servicios.

---

1 Véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2020](#).

2 La aproximación metodológica empleada para la realización de estas proyecciones difiere en algunos aspectos de las que el Banco de España utilizó en su publicación «[Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19](#)», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2020, por lo que la comparabilidad entre ambos ejercicios es limitada.

A medida que avanza el horizonte de proyección, destacan, por su intensidad, dos fuentes de incertidumbre. La primera de ellas viene dada por los eventuales desarrollos en el curso de la enfermedad, dada la posibilidad de que surjan nuevos brotes infecciosos que pudieran hacer necesaria una reintroducción de ciertas medidas de distanciamiento social mientras no se disponga de una vacuna o un tratamiento eficaz de la enfermedad. Esta posibilidad, de acuerdo con la metodología común de las proyecciones del Eurosistema, se considera relevante hasta mediados de 2021.

El segundo elemento de incertidumbre guarda relación con la posibilidad de que la eventual normalización de la situación sanitaria no lleve aparejada, de forma paralela, una restauración completa de la economía a su estado previo a la crisis. Estos daños persistentes podrían provenir, por ejemplo, de la posibilidad de que las medidas introducidas para otorgar liquidez a las empresas no logren evitar la insolvencia de una parte de ellas o de que la pérdida de ingresos de estos agentes durante la fase más aguda de la crisis se traduzca en un menor volumen de recursos para afrontar sus inversiones. Estas eventualidades darían pie a pérdidas de empleo, conducentes probablemente a la aparición de un componente significativo de paro de larga duración, con la consiguiente pérdida de empleabilidad de algunos trabajadores.

En este documento se consideran, en particular, varios escenarios, que incluyen uno denominado «de recuperación temprana» y otro «de recuperación gradual». Ambos difieren entre sí en la forma en que se resuelven las incertidumbres anteriores. El retroceso del PIB es muy acusado en 2020 en ambos escenarios, pero en uno de ellos la salida de la recesión es más rápida y la pérdida de producto en el medio plazo es menor. Este escenario más benigno es el de recuperación temprana, en el que la mejoría de la actividad desde su mínimo comienza a producirse a un ritmo algo más elevado ya en el curso del segundo trimestre y prosigue con posterioridad, sin que la envergadura de los posibles obstáculos que pudieran surgir en los próximos trimestres (de índole tanto sanitaria como económica o financiera) llegue a ser relevante. En ambos escenarios, la evolución de la actividad sectorial en el segundo trimestre viene descrita por las limitaciones contenidas en las distintas disposiciones que han venido regulando el estado de alarma, y en particular a partir de mayo, por el calendario para la desescalada trazado por las autoridades el 28 de abril, en el que se establecen unos plazos orientativos para los pasos de unas fases a otras. La principal diferencia en el corto plazo es que en el escenario de recuperación temprana se realiza el supuesto de que los agentes económicos estarían adaptando con más agilidad su operativa frente a las sucesivas situaciones planteadas a lo largo del estado de alarma, lo que permitiría que las reducciones de actividad sectorial sean algo menores en el segundo trimestre que en el escenario de recuperación gradual.

Por otro lado, en el escenario de recuperación temprana se considera que, tras el levantamiento del estado de alarma, es posible evitar el surgimiento de nuevos

focos de la enfermedad de magnitud significativa, por lo que no es precisa la reintroducción de medidas de contención. Además, se realiza el supuesto de que las medidas de política económica son altamente eficaces a la hora de evitar la destrucción de empresas y, por tanto, del *stock* de capital, por lo que el deterioro del mercado de trabajo es también transitorio y se logra evitar un aumento del paro de larga duración.

El segundo escenario, de recuperación gradual, parte de suponer un impacto más elevado de los cierres sectoriales en el segundo trimestre. Además, este escenario incorpora la posibilidad de que, durante el período en que aún no se disponga de una vacuna o tratamiento eficaz contra el virus, aparezcan nuevos brotes epidémicos. Estos serían, no obstante, de menor virulencia que el episodio original, por lo que el coste económico de las medidas de contención sería asimismo más reducido. Por último, este escenario considera que se producen algunos daños persistentes en el tejido productivo, concentrados en los sectores más expuestos a la interacción social, que son aquellos donde la recuperación plena de su actividad normal tardará más tiempo en producirse.

La declaración del estado de alarma a mediados de marzo condujo, en el primer trimestre del año, a una caída del PIB de magnitud inédita en la serie histórica, de un 5,2 % en tasa intertrimestral. En el segundo trimestre, el período afectado por las medidas de contención de la pandemia tiene una duración notablemente mayor, por lo que, a pesar de que desde comienzos de mayo haya comenzado a relajarse gradualmente el confinamiento, el retroceso del producto de la economía española será significativamente más elevado, cifrándose, en tasa intertrimestral, en un -16 % en el escenario de recuperación rápida y en un -21,8 % en el de recuperación gradual.

Tras el fuerte descenso de la actividad en la primera mitad del año, se espera que en el segundo semestre se produzca un repunte como consecuencia de la culminación del levantamiento gradual de las medidas de contención de la pandemia (que, en todo caso, no será pleno por lo que respecta a las actividades que conllevan una mayor interacción social), la menor intensidad de los eventuales rebrotes posteriores y los efectos de las acciones de política fiscal, monetaria y prudencial emprendidas, que lograrían limitar la incidencia de posibles canales de amplificación financiera de la crisis. En este sentido, la crisis ha dado lugar a una reducción drástica de los ingresos de muchas empresas y, en consecuencia, a un déficit de liquidez significativo, que las distintas políticas puestas en marcha (como la concesión de garantías públicas a los créditos a sociedades no financieras o las moratorias en el pago de impuestos y cotizaciones sociales) están tratando de paliar. Un supuesto que subyace a las proyecciones del escenario de recuperación temprana es que estas políticas son altamente efectivas a la hora de impedir daños severos al tejido empresarial. Estos llegarían a producirse en el escenario de recuperación gradual, aunque con una intensidad relativamente acotada.

**PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)**

Tasas de variación anual

	2019	Proyecciones de junio de 2020								
		Recuperación temprana			Recuperación gradual			Escenario de riesgo		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
PIB	2,0	-9,0	7,7	2,4	-11,6	9,1	2,1	-15,1	6,9	4,0
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	0,8	-0,1	1,3	1,6	-0,2	1,2	1,5	-0,3	0,9	1,2
Índice armonizado de precios de consumo, sin energía ni alimentos	1,1	0,9	1,1	1,3	0,8	1,0	1,1	0,6	0,5	0,7
Tasa de paro (% de la población activa) (b)	14,1	18,1	18,4	17,1	19,6	18,8	17,4	23,6	24,7	22,2

**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

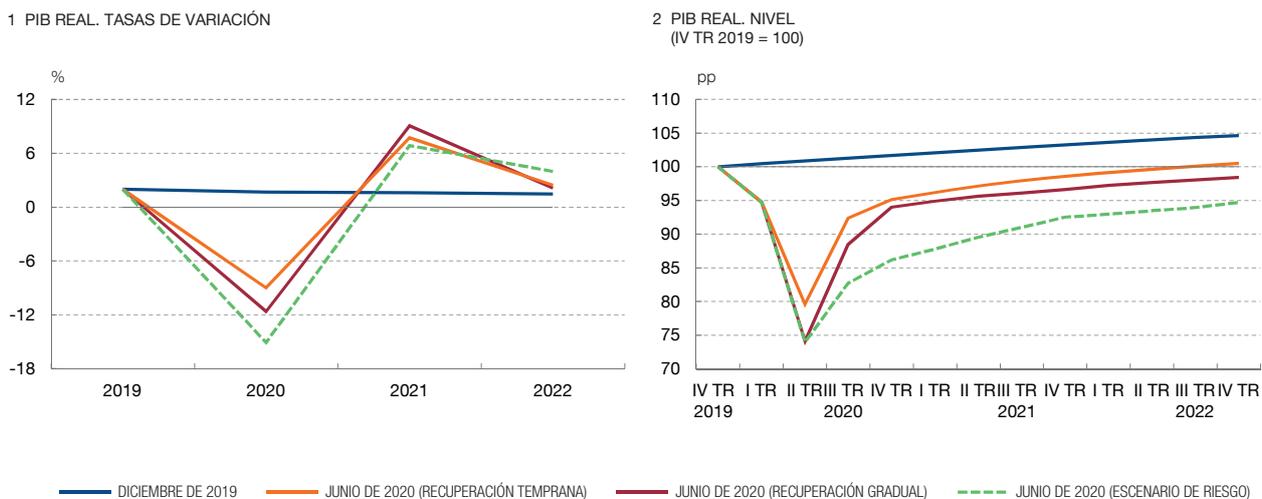
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2020.

**a** Fecha de cierre de las proyecciones: 25 de mayo de 2020.**b** Media anual.

En todo caso, la incertidumbre acerca del desarrollo de la enfermedad, que se mantendrá previsiblemente hasta entrado el próximo año, actuará como freno del gasto de hogares y empresas. Como resultado de todas estas consideraciones, el PIB español caería en el escenario de recuperación temprana un 9 % este año, antes de repuntar un 7,7 % y un 2,4 %, respectivamente, en 2021 y 2022 (véanse cuadro 1 y gráfico 1.1). Por su parte, en el escenario de recuperación gradual el repunte de la economía tardaría más en producirse, de modo que la caída del producto este año alcanzaría el 11,6 %. Las tasas de variación para cada uno de los dos años siguientes serían del 9,1 % y del 2,1 %. Al final del período de proyección, el nivel del PIB se situaría unos 0,5 puntos porcentuales (pp) por encima de la cota previa a la crisis en el escenario de recuperación rápida, mientras que sería todavía inferior, en 1,6 pp, en el escenario de recuperación gradual (véase gráfico 1.2). Con respecto al nivel que se proyectaba en diciembre de 2019, estas brechas serían de -3,9 pp y -5,9 pp, respectivamente.

Los efectos del Covid-19 estarían siendo asimétricos por países, no solo en cuanto a la severidad de los brotes epidémicos, sino también en términos de su impacto económico. En particular, España se encuentra entre los países del área del euro que presumiblemente se verán más afectados, como resultado tanto de las medidas de confinamiento más estrictas desplegadas hasta el momento como también a consecuencia de algunas características estructurales de su economía. Por un lado, los servicios cuya prestación lleva aparejada una interacción social elevada, como los relacionados con el turismo, a los que la crisis ha perjudicado con especial intensidad, tienen un peso comparativamente más alto en la economía española. Por otro lado, dentro de su tejido societario es más elevada la proporción de empresas de tamaño reducido, que tienen más dificultades para acceder a herramientas efectivas con las que mitigar la disminución de liquidez originada por la caída de ingresos asociada a la pandemia y a las medidas para contenerla. En consecuencia,

## EVOLUCIÓN DEL PIB EN LOS DIFERENTES ESCENARIOS DE PREVISIÓN



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

la reducción del PIB en nuestro país en 2020 superaría, en ambos escenarios, a la del área del euro en unos 3 pp, si bien la recuperación posterior en la economía española sería más intensa que la de la UEM.

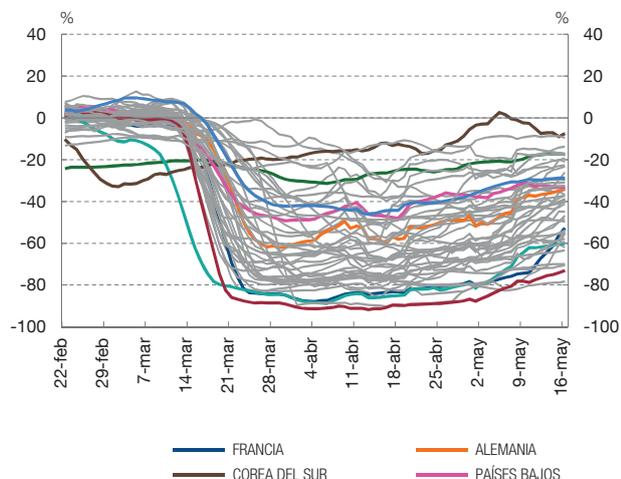
La situación de enorme incertidumbre actual no permite descartar escenarios de riesgo más desfavorables. En concreto, aunque el conocimiento alcanzado sobre el comportamiento de la enfermedad está avanzando con rapidez, existen todavía aspectos relativamente desconocidos que podrían conducir a una evolución epidemiológica más adversa, lo que a su vez daría lugar a efectos más persistentes sobre la actividad económica. Para captar estos riesgos se ha construido un escenario «de recuperación muy lenta», caracterizado por episodios intensos de nuevas infecciones, que requieren confinamientos estrictos adicionales, y por la presencia de canales financieros, que amplifican la perturbación real y provocan que sus efectos tengan un grado de persistencia notablemente más elevado. En este escenario de riesgo, el retroceso del PIB llegaría hasta el -15,1 %.

## Hipótesis sobre la evolución de la pandemia y las medidas de contención

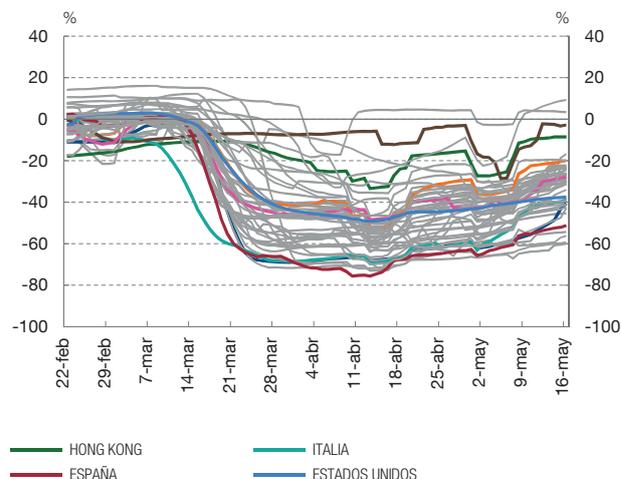
La rápida propagación de la pandemia de Covid-19 ha exigido, a fin de frenarla, la introducción, tanto en España como en otros muchos países, de medidas severas de restricción de los movimientos de la población, con efectos muy adversos sobre la actividad económica. En nuestro país, las limitaciones entraron en vigor de forma generalizada con la declaración, el 14 de marzo, del estado de alarma, aunque habían comenzado ya, en algunos ámbitos, en los días previos.

**INFORMES DE MOVILIDAD GOOGLE COVID-19 (MEDIA MÓVIL DE SIETE DÍAS)**

1 LUGARES DE OCIO Y DE COMERCIO AL POR MENOR (a)



2 LUGARES DE TRABAJO (a)



FUENTES: Banco de España y Google Global Mobility Report.

a Cada una de las líneas grises representa un país diferente.

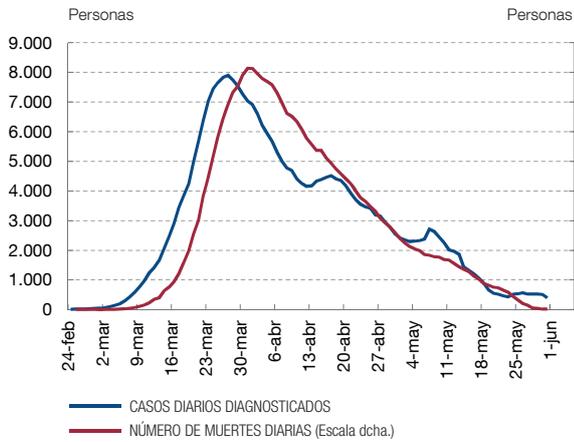
En todo caso, el grado de severidad de las medidas de confinamiento ha diferido por países, como consecuencia, entre otros factores, de la intensidad que había alcanzado la propagación de la enfermedad en el momento de la introducción de las restricciones, que en la mayor parte de los casos se sitúa, como en España, hacia mediados de marzo. España, donde el contagio había alcanzado una magnitud muy elevada en esas fechas, es también uno de los países donde el alcance de las restricciones habría tenido, según algunos indicadores, una mayor dimensión. En concreto, según los indicadores de movilidad de telefonía móvil disponibles, en nuestro país habría tendido a registrarse, en términos comparativos, una mayor disminución del número de visitas que las personas realizan a locales de comercio minorista y ocio, y a lugares de trabajo (véase gráfico 2).

Estas restricciones al contacto interpersonal han sido efectivas para contener la propagación de la enfermedad en España. En concreto, las cifras de nuevos contagios y de fallecimientos diarios, que, en términos de medias móviles de siete días, llegaron a alcanzar niveles máximos de 7.897 y 814 personas el 31 de marzo y el 3 de abril, respectivamente, se han reducido desde entonces hasta situarse en 370 y 5 personas a fecha 2 de junio, según la información proporcionada por el Ministerio de Sanidad ese día (véase gráfico 3.1)<sup>3</sup>. Las medidas adoptadas en otros

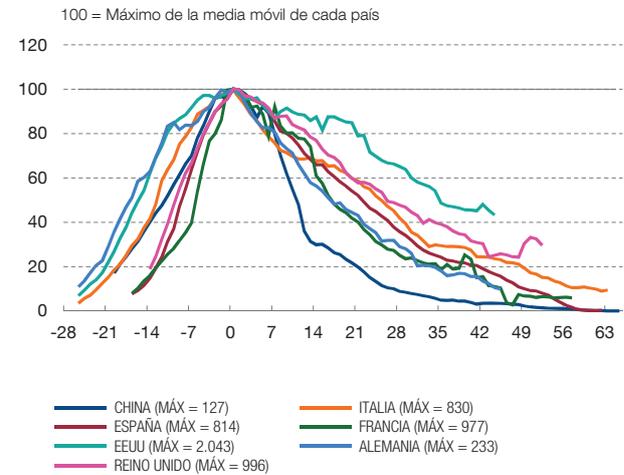
3 Véase Actualización n.º 124. Enfermedad por el coronavirus (Covid-19). 2.6.2020. Situación en España, Centro de Coordinación de Alertas y Emergencias Sanitarias, Ministerio de Sanidad.

## EPIDEMIOLOGÍA DEL COVID-19 EN ESPAÑA Y EN LOS PRINCIPALES PAÍSES AFECTADOS

1 CASOS DIARIOS DIAGNOSTICADOS Y NÚMERO DE MUERTES DIARIAS EN ESPAÑA POR COVID-19 (MEDIA MÓVIL DE SIETE DÍAS)



2 NÚMERO DE MUERTES DIARIAS POR COVID-19 (REESCALADO) (a) (T=0 EN EL MÁXIMO DE ESTA MEDIA MÓVIL DE SIETE DÍAS)



FUENTES: Ministerio de Sanidad y Banco de España.

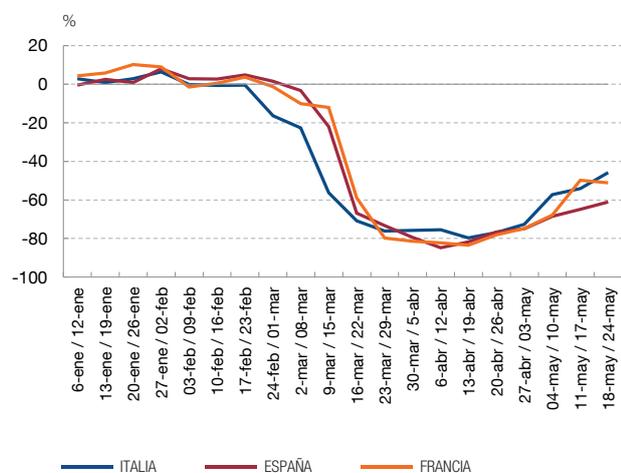
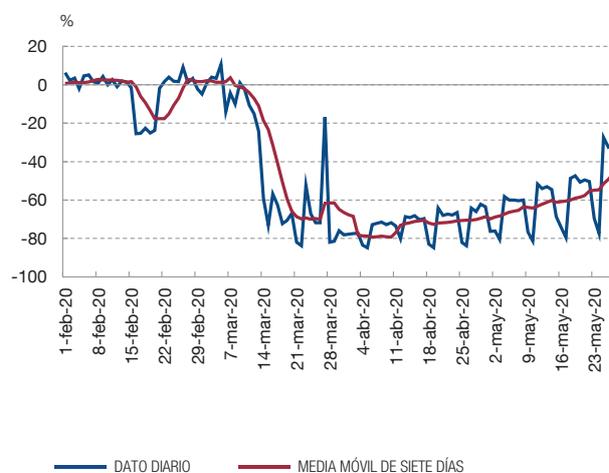
a Las cifras que aparecen junto al nombre de los países en la leyenda corresponden al máximo de la media móvil de siete días.

países de forma generalizada en los últimos meses también habrían resultado efectivas para controlar la pandemia, aunque con un grado de eficacia que varía, en general, en función del momento de activación de estas medidas y de su grado de severidad (véase gráfico 3.2).

El control del contagio ha permitido el inicio de la reversión de las medidas de confinamiento. En España, las líneas maestras de este proceso se rigen por un plan presentado el 28 de abril, que comprende cuatro fases sucesivas a las que los distintos territorios del país están accediendo paulatinamente, a medida que van cumpliendo ciertos requisitos sanitarios. El final del proceso podría alcanzarse a últimos de junio, y comportaría únicamente el mantenimiento de algunas restricciones a actividades en las que se concentre un número elevado de personas.

Estas medidas de naturaleza tan drástica han constituido una solución de emergencia ante una crisis sanitaria, que exigía una respuesta rápida y tajante. Sin embargo, sus costes en términos de actividad económica tienen una magnitud muy cuantiosa, como revela la pronunciada caída que el PIB de los distintos países ha registrado en el primer trimestre del año y que, en el caso de España, ha alcanzado el 5,2 %, a pesar de que las restricciones a la movilidad estuvieron vigentes solamente durante la segunda quincena de marzo. El retroceso del PIB de nuestro país será, con seguridad, notablemente superior en el segundo trimestre, debido, por un lado, a que el período afectado por limitaciones con una intensidad al menos igual a la de

## INDICADORES DE ALTA FRECUENCIA DURANTE EL COVID-19 EN ESPAÑA

1 TRÁFICO POR AUTOPISTAS  
(VARIACIÓN INTERANUAL, SEMANA EQUIVALENTE)2 TRÁFICO POR M-30, MADRID (a)  
(VEHÍCULOS POR KM RECORRIDOS, % INTERANUAL)

FUENTES: Grupo Atlantia, Ayuntamiento de Madrid y Banco de España.

a Variación frente al día de la semana equivalente del año anterior.

las dos últimas semanas de marzo tiene una mayor duración y, por otro, a la prolongación de las restricciones, aunque atenuadas, hasta el tramo final del trimestre. Este alivio gradual de las limitaciones a la movilidad (y, por consiguiente, a la actividad económica) ha comenzado ya a verse reflejado en la evolución de algunos indicadores diarios (véase gráfico 4).

La fase de emergencia de la pandemia, en la que los Gobiernos tuvieron que actuar con prontitud y con medidas indiscriminadas, parece estar llegando a sus fases finales. Pero, a partir de ahora, los desarrollos epidemiológicos continuarán condicionando enormemente las perspectivas económicas globales durante un período que puede ser bastante prolongado. A medida que los distintos Gobiernos, incluido el español, están revirtiendo las medidas de confinamiento, han de enfrentarse a un entorno incierto, en el que habrán de evaluar los costes y beneficios de distintos posibles cursos de acción, que, en un extremo, incluyen un retorno pleno a la normalidad previa a la pandemia (lo que parece incompatible con el control de la infección en tanto no haya un remedio médico efectivo) y, en el otro, un hipotético nuevo recurso a confinamientos estrictos (lo que idealmente debe ser solo una medida temporal, dado su elevado coste económico). La adopción de una estrategia de vigilancia epidemiológica centrada en la detección temprana de nuevos casos y en la identificación de los contactos de las personas recién infectadas constituye, *a priori*, la forma de navegar entre ambos extremos que están adoptando los Gobiernos de aquellos países que se hallan en una fase más avanzada de la evolución de la pandemia.

El ejercicio de proyecciones del Eurosistema descansa sobre la formulación de determinadas hipótesis acerca de la evolución de la pandemia. En el escenario de recuperación temprana, se asume que, incluso aunque no se disponga de una solución médica efectiva, se logrará evitar el resurgimiento de la pandemia en los próximos trimestres, lo que haría innecesaria la aplicación de nuevas medidas de contención.

En el escenario de recuperación gradual, la relajación progresiva del confinamiento actual podría venir seguida de la aparición de nuevos brotes puntuales de la infección en los próximos trimestres, hasta el descubrimiento de una vacuna o tratamiento médico eficaces (eventualidad que no se produciría hasta mediados de 2021). No obstante, la intensidad de estos brotes sería, en todo caso, inferior a la del episodio original, gracias a la mejor preparación del sistema sanitario, a la aplicación de medidas voluntarias de distanciamiento social y a las restricciones subsistentes en algunas actividades donde la interacción personal es mayor. En relación con este último aspecto, el arranque gradual de la actividad está teniendo lugar de manera desigual por sectores, con una normalización más temprana de las manufacturas y de algunos servicios, mientras que otros, como los relacionados con la hostelería y el ocio, no alcanzarían una normalización plena hasta la implantación, a mediados de 2021, de esa solución médica efectiva. El supuesto de que los eventuales nuevos brotes tendrán una intensidad sensiblemente menor que el que ahora estamos superando justifica la hipótesis de que, aunque se requiriera la reintroducción de nuevas medidas de contención, estas tendrían, en todo caso, un coste económico inferior al del confinamiento reciente.

Finalmente, el escenario de riesgo que contempla una recuperación muy lenta se caracterizaría, precisamente, por recoger implícitamente un resurgimiento significativo de la infección, que requeriría la reintroducción de medidas de distanciamiento social, con un impacto significativo sobre la actividad económica<sup>4</sup>.

## La calibración del retroceso del PIB en el segundo trimestre

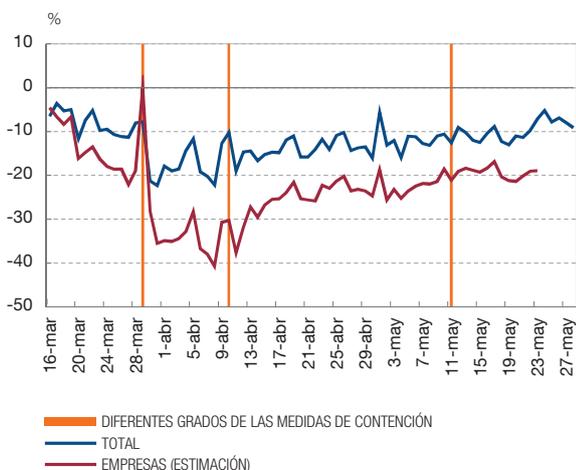
La evaluación de la magnitud de la caída del PIB en el segundo trimestre de 2020 se basa en procedimientos análogos a los empleados en el artículo analítico «**Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el Covid-19**», consistentes en la estimación del nivel de actividad por ramas productivas a la luz de las restricciones resultantes de las diversas disposiciones legales desarrolladas en el contexto del estado de alarma. En concreto, las estimaciones realizadas descansan sobre un conjunto de supuestos relativos a tres dimensiones distintas.

---

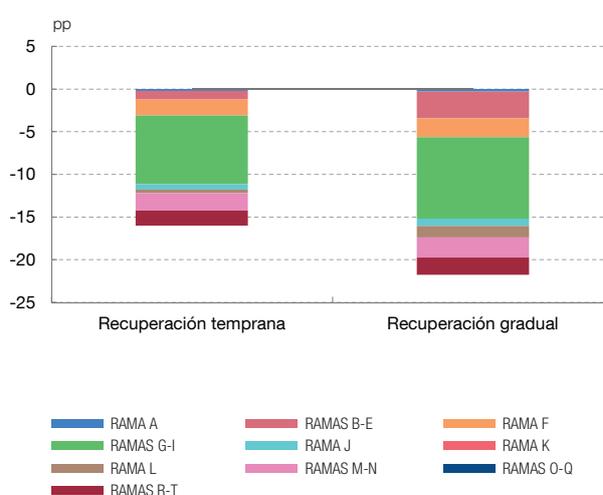
4 Además, desde una perspectiva ajena a la epidemiológica, el escenario severo incluye, como ingrediente adicional, efectos adversos pronunciados sobre la situación financiera de los agentes, como consecuencia de la prolongación de la contracción de la actividad.

## CALIBRACIÓN DE LA TASA DE VARIACIÓN DEL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

1 ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE LAS DIFERENTES ETAPAS DE MEDIDAS DE CONTENCIÓN DE LA PANDEMIA EN EL CONSUMO ELÉCTRICO (a)



2 CONTRIBUCIONES POR SECTOR AL CRECIMIENTO DEL PIB EN EL SEGUNDO TRIMESTRE (b)



FUENTES: ENTSO-E Transparency Platform, Red Eléctrica de España, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Véase O. Bover, N. Fabra, S. García-Urbe, A. Lacuesta y R. Ramos, «Lockdowns, electricity consumption and activity», en proceso de elaboración. El gráfico muestra el resultado de dos regresiones con diferentes variables dependientes: el logaritmo del consumo eléctrico horario total (ENTSO-E Transparency Platform) y el logaritmo del consumo eléctrico horario estimado por los autores para las empresas (REE). Período de estimación: 1 de enero de 2019 a 28 de mayo de 2020. Las regresiones se realizan sobre indicadores de horario pico, valle y supervalle, día de la semana, mes y año, temperatura máxima, temperatura máxima al cuadrado y *dummies* de festivos nacionales y regionales ponderados por consumo eléctrico por región. Los puntos de cada serie estiman en tanto por uno la caída de la demanda eléctrica respecto a un día comparable teniendo en cuenta las anteriores variables.
- b Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca (A); Industria (B-E); Construcción (F); Comercio, transporte y hostelería (G-I); Información y comunicaciones (J); Actividades financieras y de seguros (K); Actividades inmobiliarias (L); Actividades profesionales, científicas y técnicas y otras (M-N); Administración Pública, educación y sanidad (O-Q); Actividades artísticas, recreativas y otros servicios (R-T).

La primera de esas dimensiones se refiere a la formulación de hipótesis acerca de la pérdida de actividad semanal, en cada una de las diez ramas consideradas, durante el período previo a la desescalada, esto es, entre el 1 de abril y el 4 de mayo. Un elemento orientativo en la calibración de la disminución de la actividad en ese período viene dado por el comportamiento de algunos indicadores de frecuencia diaria, entre los que se encuentran el consumo de energía eléctrica por parte de las empresas (véase gráfico 5.1), las series de afiliación a la Seguridad Social y los pagos con tarjeta de crédito. La interpretación de la información de estas series diarias presenta, en general, algunas dificultades, que, en este caso, se ven acrecentadas por la coincidencia del período de suspensión de actividades no esenciales con la Semana Santa, lo que eleva la incertidumbre.

La calibración se completa mediante el recurso a determinados supuestos adicionales. En concreto, en el escenario de recuperación gradual se ha considerado que, para el período posterior al 9 de abril, las disminuciones de la actividad sectorial son similares a las experimentadas en las dos últimas semanas de marzo, que, a su vez, han sido calibradas a partir de los resultados de la CNTR para el primer trimestre. El resultado es una disminución del valor añadido, que, en términos agregados, es aproximadamente del 30 % en comparación con una situación de ausencia de

pandemia. Además, para los nueve primeros días de abril, durante los cuales estuvo vigente la mencionada suspensión de actividades no esenciales, la pérdida de valor añadido para el conjunto de la economía que resulta de agregar las reducciones estimadas en cada una de las diez ramas supera ligeramente el 50 %.

Por su parte, el escenario de recuperación temprana tiene en cuenta el hecho de que los indicadores de alta frecuencia para el período transcurrido del trimestre podrían ser coherentes con pérdidas de actividad algo menores que las que sugiere la evidencia para la segunda quincena de marzo. Esto podría estar asociado a la capacidad que las empresas habrían mostrado para adaptar su actividad a las nuevas circunstancias impuestas por las medidas de contención de la enfermedad a través de diversas vías. Estas incluirían, por ejemplo, la adopción de medidas de protección de los trabajadores en la industria, el teletrabajo en algunas actividades de servicios o el reparto a domicilio en la hostelería y algunas ramas del comercio. Esto resulta en reducciones del valor añadido que, en el promedio del conjunto de semanas del trimestre, son unos 5 pp inferiores a las observadas en el escenario de recuperación gradual.

Las dos dimensiones restantes toman en consideración una posible evolución del proceso de desescalada por ramas y provincias. En concreto, por un lado, se incorpora la información acerca de los territorios que van cambiando de fase en cada una de las semanas comprendidas entre el 4 de mayo y el 25 de mayo (fecha de cierre de las proyecciones) y se formulan hipótesis de trabajo acerca de los cambios de fase en cada una de las semanas restantes hasta el 30 de junio. De acuerdo con los supuestos realizados, que son los mismos en ambos escenarios, se encontraría, al final del trimestre, en la «nueva normalidad» un conjunto de territorios que representan algo más del 40 % del valor añadido del conjunto del país, mientras que el resto estaría en la fase 3 de la desescalada<sup>5</sup>.

Por otro lado, se hacen hipótesis acerca del porcentaje de actividad que se recupera en cada rama y fase a partir del 4 de mayo, lo que conduce a que, en el escenario de recuperación temprana, el nivel de valor añadido sea, al final del trimestre, aproximadamente un 7 % menor que el que se habría observado en ausencia de pandemia, cifra que pasa a ser del 12 % en el escenario de salida gradual. Esto sería compatible con un nivel inferior, en la última semana del mes, en un 50 % y un 70 %, respectivamente, en las actividades relacionadas con la hostelería, turismo y ocio, que, junto con las ramas de comercio y transporte, son las que, en el conjunto del trimestre, contribuyen en mayor medida a la pérdida de producción (véase gráfico 5.2). El crecimiento intertrimestral del PIB resultante sería del -16 % y del -21,8 %, respectivamente, según se considere el escenario de salida rápida o el de salida gradual.

---

5 En concreto, el supuesto realizado es que los territorios cambian de fase dos semanas después de iniciar la anterior. Con ello, todo el territorio nacional estaría en nueva normalidad el 6 de julio. Los desarrollos más recientes apuntan, en todo caso, a la posibilidad de que el proceso pueda acelerarse en alguna medida.

## La evolución macroeconómica más allá del corto plazo

El descenso del PIB, que está directamente ligado al confinamiento, se concentra en la primera mitad de 2020. A lo largo de los meses de verano se observará, en ambos escenarios, una prolongación del proceso de normalización gradual de la actividad iniciado en la parte final del segundo trimestre, como consecuencia tanto de la reducción de las limitaciones a la producción asociadas a las medidas de contención de la pandemia como de la realización por hogares y empresas de una parte de las decisiones de gasto que han pospuesto en el primer semestre. No obstante, el repunte del nivel de actividad será incompleto, como consecuencia de los efectos sobre el comportamiento de los agentes de la incertidumbre acerca de la posibilidad de que puedan surgir nuevos brotes de la enfermedad que requieran la reintroducción o el reforzamiento de las medidas de contención, efectos que son más intensos en el escenario de recuperación gradual. En particular, la incertidumbre llevaría a los hogares a aumentar su ahorro precautorio y a las empresas a retrasar sus decisiones de inversión y empleo. Ahora bien, la disipación más temprana de las incertidumbres en el escenario de recuperación temprana conduce a una reversión más pronunciada del ahorro precautorio de los hogares a partir de los meses de verano. De modo análogo, las empresas retomarían sus decisiones de inversión bajo este escenario en el tramo final del año.

Como resultado, en ambos escenarios el nivel de PIB al final de 2020 sería todavía notablemente inferior al que se habría alcanzado según las proyecciones del Banco de España de diciembre de 2019 (véase gráfico 1.2). Las incertidumbres se desvanecerán de manera muy gradual, hasta que la crisis sanitaria encuentre una solución definitiva a mediados de 2021. La recuperación del PIB en la parte final del horizonte de proyección no impedirá que, a finales de 2022, el nivel de este agregado sea solamente 0,6 pp mayor que el observado en el cuarto trimestre de 2019, antes de la aparición de la epidemia, en el escenario de recuperación temprana, e incluso 1,6 pp inferior en el de recuperación gradual.

Con la excepción del consumo y la inversión públicos, todos los componentes de demanda se están viendo profundamente afectados por la crisis (véase cuadro 2). El consumo privado ha registrado una fuerte contracción en el primer semestre del año, que es el resultado de la suma de dos factores. Por un lado, los cierres de actividad sectorial han dado lugar, de modo forzoso, a un descenso del gasto en muchas categorías de bienes y servicios distintos de los de primera necesidad. Por otro lado, el extraordinario aumento de la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas ha motivado que los hogares adopten una actitud más cautelosa acerca de sus decisiones de gasto. Por ambas vías, esto se está traduciendo en un aumento muy intenso de la tasa de ahorro, en un contexto en que las políticas públicas han permitido limitar el impacto negativo de la crisis sobre las rentas del sector. En el futuro, se espera que, en ambos escenarios, la relajación de las medidas de contención de la infección, la progresiva materialización de las decisiones de gasto

**PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)**

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

	2019	Proyecciones de junio de 2020					
		Recuperación temprana			Recuperación gradual		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
PIB	2,0	-9,0	7,7	2,4	-11,6	9,1	2,1
Consumo privado	1,1	-9,1	9,0	1,8	-11,2	11,2	1,6
Consumo público	2,3	4,4	-1,5	0,8	4,6	-1,5	0,8
Formación bruta de capital fijo	1,8	-20,6	9,7	8,8	-26,5	7,4	7,1
Exportación de bienes y servicios	2,6	-16,7	21,8	8,7	-21,9	18,5	7,7
Importación de bienes y servicios	1,2	-16,6	19,6	10,6	-21,5	14,0	9,1
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	1,5	-8,5	6,5	2,7	-10,8	7,4	2,2
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,5	-0,5	1,2	-0,3	-0,8	1,7	-0,1
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	0,8	-0,1	1,3	1,6	-0,2	1,2	1,5
Índice armonizado de precios de consumo, sin energía ni alimentos	1,1	0,9	1,1	1,3	0,8	1,0	1,1
Empleo (horas trabajadas)	1,5	-10,1	7,3	2,3	-12,6	8,5	2,3
Empleo (personas EPA)	2,3	-3,9	0,6	2,3	-5,7	1,8	2,6
Tasa de paro (% de la población activa) (b)	14,1	18,1	18,4	17,1	19,6	18,8	17,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,3	2,5	3,3	3,0	2,3	3,5	3,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-2,8	-9,5	-5,8	-4,8	-11,2	-6,8	-6,1
Deuda de las AAPP (% del PIB)	95,5	114,5	111,7	112,5	119,3	115,9	118,7

**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

**a** Fecha de cierre de las proyecciones: 25 de mayo de 2020.**b** Media anual.

postpuestas desde mediados de marzo y la disminución gradual de la incertidumbre conduzcan a un repunte gradual del consumo privado. Este, no obstante, se vería moderado por el carácter gradual e incompleto del retorno de la ocupación a los niveles previos a la crisis, por el menor soporte otorgado por las Administraciones Públicas (AAPP) a las rentas de los hogares y, especialmente en el escenario de recuperación gradual, por la persistencia de elementos de incertidumbre acerca de la evolución de la situación sanitaria.

La caída de la inversión de las sociedades no financieras en 2020 será muy intensa, aunque con un grado de heterogeneidad significativo por sectores productivos. El retroceso obedecerá a dos tipos de razones. Por un lado, las empresas tenderán a renunciar a acometer nuevos proyectos de inversión, en un contexto de elevada incertidumbre acerca de sus ventas futuras y de disminución significativa del grado de utilización de la capacidad productiva actualmente instalada. Por otro lado, las medidas de contención de la pandemia se han traducido en una reducción muy significativa de los ingresos de las empresas, lo que conlleva un descenso de los recursos disponibles para acometer su gasto en inversión. Este no afecta solo al corto plazo, sino también al período posterior al levantamiento de las restricciones

a la actividad, en la medida en que las empresas deberán afrontar el servicio de la deuda en la que están incurriendo en la actualidad. Puesto que, en el escenario de recuperación gradual, la vigencia de las medidas de contención es mayor, también lo son la pérdida de ingresos de las empresas y el aumento de su endeudamiento, lo que, junto con las condiciones financieras comparativamente más desfavorables (lo que se manifiesta en mayores tipos de interés del crédito bancario) y el contexto de mayor incertidumbre ante el retorno de los posibles proyectos de inversión, provoca un mayor retraso en la mejoría de este agregado. Esta termina por producirse, favorecida por la persistencia de condiciones financieras muy benignas, hacia el final del horizonte de proyección, particularmente en el escenario de recuperación gradual, a medida que se vayan desvaneciendo las incertidumbres.

Como consecuencia de la interrupción de los movimientos de bienes y, sobre todo, de personas a que ha dado lugar la pandemia, la demanda externa de la economía española ha sufrido una potente contracción, que ha afectado simultáneamente a todos sus mercados exteriores. El resultado es un fuerte retroceso de las exportaciones de bienes y servicios, más profundo en el caso del escenario de recuperación gradual, dado que este se caracteriza porque el comportamiento desfavorable de los mercados exteriores es más intenso y duradero. En ambos escenarios, la persistencia del deterioro de las ventas al exterior se ve reforzada por algunos factores adicionales, que incluyen, en el caso del comercio de manufacturas, los posibles daños que las cadenas globales de suministros puedan experimentar como consecuencia de la crisis y, en el de los servicios turísticos, el hecho de que se trate de una actividad susceptible de verse afectada de manera duradera por las medidas de distanciamiento social, tanto de modo directo mientras estas estén en vigor como de forma indirecta en la medida en que los potenciales turistas perciban que las aglomeraciones de personas constituyen una fuente de riesgo sanitario.

La alteración de los flujos internacionales de bienes y servicios afectará también a las importaciones, que en todo caso experimentarían un retroceso algo mayor que las exportaciones, en consonancia con el comportamiento comparativamente más desfavorable de la economía española frente a sus socios comerciales del área del euro. De todos modos, la magnitud de las perturbaciones sufridas hace que exista una gran incertidumbre acerca del impacto neto de estas sobre el comercio exterior de la economía española y, en último término, sobre su saldo exterior. Tras haber presentado un signo positivo desde el inicio de la última fase expansiva, la crisis está afectando al saldo de la balanza de bienes y servicios a través de fuerzas que operan en direcciones opuestas, como el descenso de la factura energética y la disminución del turismo receptor, cuyo efecto neto es difícil de predecir<sup>6</sup>.

---

6 El dato de Balanza de Pagos de marzo de 2020 atestigua la elevada magnitud del impacto del Covid-19 sobre las distintas rúbricas de los intercambios de bienes y servicios con el exterior y sobre su saldo neto. En concreto, en ese mes se produjo un descenso superior al 60 % de los ingresos turísticos, que llevó, por primera vez en un mes de marzo desde 2012, a un déficit exterior por cuenta corriente.

La pandemia ha cambiado dramáticamente el curso del mercado de trabajo español, que había mostrado un comportamiento notablemente expansivo desde el principio de 2014, al inicio de la anterior recuperación. La destrucción de empleo, que fue muy intensa sobre todo en la segunda quincena de marzo, se ha visto paliada por el elevado recurso a los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE) y a la figura del cese de actividad de los trabajadores autónomos, así como por las medidas orientadas a facilitar la liquidez empresarial. Todas estas actuaciones públicas están dirigidas a facilitar que la actividad laboral se reanude con la mayor normalidad posible a medida que vayan cesando las limitaciones a la producción como consecuencia del confinamiento. Sin embargo, mientras que en el escenario de recuperación temprana se asume que las medidas son plenamente efectivas a la hora de lograr este objetivo, esto no es así en el de recuperación gradual, particularmente en los sectores expuestos de forma más directa al impacto de las medidas de distanciamiento social y entre los grupos de trabajadores más vulnerables (lo que incluye, en particular, aquellos con un contrato temporal), en los cuales la pérdida de puestos de trabajo podría tener un carácter más persistente. Es probable que, en comparación con otros países del área del euro, este fenómeno revista una mayor intensidad, debido a la especialización productiva de la economía española y a la alta prevalencia de la contratación temporal. La tasa de paro aumentaría con intensidad este año (hasta el 18,1 % de la población activa en el escenario de recuperación temprana, y hasta el 19,6 % en el de recuperación gradual), y permanecería por encima del 17 % en 2022.

En el ámbito de la inflación, ha podido observarse, según la información mensual relativa al índice armonizado de precios de consumo (IAPC), disponible hasta abril, una desaceleración significativa de los precios de consumo desde el desencadenamiento de la pandemia, que ha venido acompañada de cambios sustanciales en la evolución de los distintos componentes. En concreto, se ha producido un encarecimiento de los precios de los alimentos, relacionado con el aumento de su demanda y con los incrementos de costes a que han dado lugar las alteraciones en la provisión de estos bienes. Por el contrario, en abril tuvo lugar una disminución en el ritmo de crecimiento del componente subyacente, puesto que las restricciones al movimiento de los individuos y a la actividad condujeron a un debilitamiento de la demanda de un amplio conjunto de bienes y servicios. Finalmente, los precios energéticos han intensificado su retroceso como consecuencia del fuerte abaratamiento del petróleo.

A lo largo del horizonte de proyección se espera que el IAPC, excluidos alimentos y energía, siga experimentando tasas de variación muy moderadas, en un contexto de debilidad de la demanda, que, aunque generalizada, recaerá de modo más pronunciado en las categorías de bienes y servicios directamente afectadas por las medidas de contención de la pandemia. Las presiones a la baja resultantes de la fragilidad de la demanda se verán en parte contrarrestadas por los aumentos en los costes de prestación de algunos servicios inducidos por las medidas de

distanciamiento social. Además, a lo largo del horizonte de proyección se espera que los efectos indirectos de la subida de los precios del petróleo recogida en los supuestos del ejercicio de proyección contribuyan también a la moderada aceleración del IAPC subyacente. En todo caso, la senda de este agregado no difiere significativamente entre ambos escenarios, lo que se explica por el elevado grado de holgura cíclica existente en ambos casos. En concreto, la tasa de variación de los precios de este componente sería del 0,9 % y del 0,8 %, respectivamente, en el promedio de 2020 en los escenarios de recuperación temprana y gradual, antes de repuntar modestamente hasta el 1,3 % y el 1,1 % en 2022.

Por su parte, el IAPC general continuaría mostrando ritmos de avance negativos hasta el comienzo de 2021, cuando se espera que el componente energético experimente mecánicamente un fuerte repunte, debido a que la tasa de variación interanual comenzará a calcularse frente a un nivel más bajo, dado el intenso retroceso que el precio del petróleo registró al inicio de 2020. En términos de las tasas medias anuales, se espera que el IAPC general repunte desde el -0,1 % en 2020 hasta el 1,6 % en 2022 en el escenario de recuperación temprana, y desde el -0,2 % hasta el 1,5 % en el de recuperación gradual.

La crisis tendrá un impacto muy severo sobre las finanzas públicas. El déficit de las AAPP, que en 2019 fue del 2,8 % del PIB, se elevaría este año hasta el 9,5 % en el escenario de recuperación temprana y hasta el 11,2 % en el de recuperación gradual. Este deterioro del saldo público sería el resultado tanto del funcionamiento de los estabilizadores automáticos como de las medidas fiscales discrecionales introducidas en los últimos meses. El rebote de la actividad económica en 2021, junto con el desvanecimiento del impacto de las medidas de carácter transitorio adoptadas en respuesta a la pandemia, daría lugar a una disminución del déficit hasta el 5,8 % y el 6,8 % del PIB en uno y otro escenario. La modesta trayectoria descendente que la ratio de deuda había venido mostrando a lo largo de la recuperación se verá truncada de forma abrupta en 2020, como consecuencia del elevado déficit público de este año. En concreto, el endeudamiento público aumentaría aproximadamente entre 20 pp y 25 pp de PIB, hasta situarse cerca del 115 % y del 120 % en cada uno de los dos escenarios, respectivamente, y permanecería en niveles muy elevados en los dos años siguientes.

## Los riesgos en torno a los escenarios de recuperación

Los escenarios descritos anteriormente se encuentran sometidos a importantes riesgos a la baja. En particular, existen muchos aspectos en los que el conocimiento acerca del Covid-19 es muy parcial, por lo que no se puede descartar que las medidas de distanciamiento social voluntario y de seguimiento epidemiológico, basado en la realización de pruebas diagnósticas y de test de anticuerpos, y en el rastreo de contactos, se revelen insuficientes para evitar rebrotes de la enfermedad de cierta

intensidad, que requirieran la reintroducción de medidas de contención, con el consiguiente impacto negativo sobre la actividad. En concreto, la eventual materialización de nuevos brotes de la enfermedad haría aumentar la probabilidad de que las tensiones de liquidez asociadas al confinamiento deriven en problemas de solvencia, que serían más pronunciados en el caso de las empresas más endeudadas. Las quiebras empresariales resultantes darían lugar a dos tipos de efectos adversos. Por un lado, se observaría un aumento de la morosidad crediticia, que dificultaría la labor de intermediación crediticia del sistema financiero y, con ello, el acceso de los agentes privados a la financiación, que se vería encarecida. Por otro lado, la destrucción de empresas originaría una destrucción del *stock* de capital y haría aumentar la probabilidad de fenómenos de histéresis en el mercado de trabajo. Por ambas vías, los efectos sobre la actividad económica tendrían una mayor persistencia.

Un factor que podría limitar la intensidad de los efectos de la crisis serían las diversas iniciativas europeas de respuesta a esta, que, aunque cuentan con el respaldo del Eurogrupo, no han sido incluidas en las proyecciones por no estar suficientemente definidas o por no haber sido formalmente aprobadas aún<sup>7</sup>. A esas iniciativas habría que añadir la eventual aprobación del plan para la recuperación de Europa propuesto por la Comisión Europea, cuyos contornos están menos definidos por el momento. Un instrumento común europeo de esta naturaleza ayudaría a evitar que la recuperación se viera obstaculizada en aquellas economías del área del euro que, como la española, han sufrido con mayor intensidad tanto la pandemia como sus consecuencias económicas, y, simultáneamente, la han podido combatir en peores condiciones por disponer de un margen presupuestario comparativamente más limitado. No obstante, a la luz de los calendarios manejados actualmente, este riesgo al alza solamente empezaría a operar hacia la parte final del horizonte de proyección.

Los riesgos a la inflación se encontrarían asimismo predominantemente orientados a la baja. Esto sería el resultado de una hipotética mayor debilidad de la demanda, asociada a los desarrollos epidemiológicos adversos que se acaban de describir, y del riesgo de desanclaje de las expectativas de inflación a que apuntan los distintos indicadores disponibles.

Como forma de ilustrar la eventual incidencia de estos riesgos a la baja, se ha construido un escenario «de recuperación muy lenta». Este escenario considera que se producirán algunos repuntes de la infección en los próximos trimestres, que requerirían la reintroducción de medidas relativamente severas de contención de la enfermedad. Esto desencadenaría una serie de efectos económicos y financieros que se retroalimentan.

---

7 Estas iniciativas, cuyo volumen total asciende a 540mm de euros, incluyen el mecanismo de apoyo para mitigar los riesgos de desempleo en una emergencia (SURE, por sus siglas en inglés), el fortalecimiento de las actividades del Banco Europeo de Inversiones y el recurso a las líneas de crédito del Mecanismo Europeo de Estabilidad.

En concreto, en este escenario hipotético, se considera que el cierre de diversas parcelas de la actividad económica resultaría en menores rentas de hogares y empresas, que las políticas económicas tratarían de paliar, si bien su alcance y efectividad ante esta eventualidad serían decrecientes. La incertidumbre acerca del desarrollo de la crisis sanitaria y económica conduciría también a que hogares y empresas renunciaran a llevar a cabo una parte de sus decisiones de gasto. Además, puesto que simultáneamente se supone que se producen también rebrotes de Covid-19 en otras áreas geográficas, la contracción de la demanda externa es más pronunciada y persistente que en los dos escenarios descritos previamente, lo que contribuye a retrasar la recuperación en España.

En este escenario de riesgo, los daños sobre la capacidad productiva de la economía serían asimismo más duraderos. En particular, aunque las garantías públicas mitigan el riesgo de impagos crediticios y limitan su impacto sobre el capital bancario, habría un mayor volumen de quiebras empresariales, lo que se traduciría en una disminución del *stock* de capital de la economía y un deterioro más persistente del mercado de trabajo. Todo ello repercutiría en un retroceso del PIB del 15,1 % en 2020, en tanto que el nivel de producto al final del horizonte de proyección sería todavía más de 5 pp inferior al del final de 2019.

8.6.2020.

**SUPUESTOS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PROYECCIONES**

Los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés y de los precios del petróleo y otras materias primas están basados en las cotizaciones observadas en los mercados respectivos en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre (que en este ejercicio de previsión es el 18 de mayo). Por lo que respecta al precio del petróleo, el marcado descenso que ha presentado en el primer semestre del año en curso, en un contexto en el que la demanda de esta materia prima se ha desplomado como consecuencia de la intensa caída de la actividad mundial, revertiría parcialmente a partir de mediados de año (en línea con la recuperación prevista de los niveles de producción). De este modo, en términos de los promedios anuales, tras descender un 44 % en 2020, hasta situarse en 36 dólares por barril, el precio del crudo se elevaría posteriormente hasta alcanzar los 37,2 y 40,7 dólares por barril, respectivamente, en 2021 y 2022.

En el caso del tipo de cambio del euro, las variaciones desde la irrupción del Covid-19 han sido escasas, a pesar del enorme impacto que la pandemia ha tenido sobre la economía mundial. En concreto, el nivel del tipo de cambio efectivo nominal del euro a lo largo del horizonte de proyección, que se corresponde, de acuerdo con la metodología empleada, con el negociado en los mercados de divisas al contado en las fechas previas a la del cierre de los supuestos, estaría depreciado en un 2,9 % con respecto a lo observado, en promedio, en 2019. El tipo de cambio del euro frente al dólar se ha depreciado en una magnitud similar (un 3,3 %).

Por lo que respecta a los tipos de interés, las decididas actuaciones de política monetaria emprendidas desde marzo han contribuido a limitar significativamente el tensionamiento de las curvas de tipos de interés en el área del euro desde la irrupción de la pandemia. Los tipos de interés negociados en los mercados de futuros apuntan a que en el trienio 2020-2022 el euríbor a tres meses se mantendría en niveles en línea con los observados, en promedio, en 2019 (-0,4 %).

Los supuestos relativos a la rentabilidad de la deuda soberana a diez años varían en función del escenario considerado. Esta variable, que en 2019 presentó un perfil descendente, registraría un repunte a lo largo del horizonte de proyección, más intenso conforme el escenario se torna más desfavorable. Bajo el escenario de recuperación gradual, en el que la evolución proyectada es acorde con las expectativas de mercado, el incremento esperado haría que, en media, la rentabilidad de la deuda se mantuviese en 2020 en el nivel de 2019 (0,7%), y se situase en valores

algo más elevados en el bienio posterior (1 % en 2021 y 1,2 % en 2022). En el escenario de recuperación temprana, con menores necesidades de emisión de deuda pública, el incremento sería algo menor que en el de recuperación gradual. En contraposición, bajo el escenario de riesgo de recuperación muy lenta, las mayores necesidades de financiación del sector público se traducirían en un repunte más intenso del coste de la deuda a diez años, hasta alcanzar el 1,6 % en 2022. Por su parte, el coste de la financiación crediticia de familias y empresas se elevaría ligeramente con respecto a finales de 2019, en un contexto en el que el riesgo crediticio se sitúa en niveles algo más elevados. La magnitud del aumento depende asimismo de la severidad del escenario, siendo más marcada en el escenario de recuperación gradual que en el que esta es temprana (y más aún en el escenario de riesgo en el que es muy lenta).

Por su parte, el desplome de la actividad y de la demanda globales como resultado de las medidas adoptadas para contener la pandemia se traducirá en una contracción de la economía mundial en el conjunto de 2020. La caída del comercio global será todavía más pronunciada, pues habitualmente los flujos comerciales entre países tienden a responder de forma más intensa que la propia actividad económica en períodos recesivos, patrón que se habría visto acentuado en la crisis sanitaria actual por las restricciones establecidas a la movilidad de las personas, que han interrumpido cualquier tipo de flujo turístico, y por las alteraciones observadas en las cadenas globales de producción. Con todo ello, los mercados de exportación de España registrarían una fuerte contracción en 2020, aunque, excepto en el escenario de riesgo, que contempla una mayor persistencia de las perturbaciones, presentarían una senda de recuperación a partir del tercer trimestre del año. Bajo el escenario de recuperación gradual, los mercados de exportación descenderían sustancialmente en 2020 (-14 %), antes de presentar tasas de avance elevadas en el bienio posterior (8,3 % en 2021 y 4,7 % en 2022). Bajo el escenario de recuperación temprana, la recuperación más rápida de los mercados exteriores se traduciría en un menor retroceso de estos en 2020 y en un avance más intenso en el bienio posterior.

En el ámbito de la política fiscal, una parte de los supuestos empleados en la proyección anteceden a la aparición del Covid-19. En primer lugar, se incorporan los presupuestos que rigen la actuación de las distintas Administraciones Públicas (AAPP) este año, lo que incluye la prórroga por segundo año consecutivo de los presupuestos del Estado y de la Seguridad Social de 2018, así como los aprobados

**SUPUESTOS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PROYECCIONES (cont.)**

para 2020 por las Comunidades Autónomas y las Corporaciones Locales. En segundo lugar, se tienen en cuenta las medidas de gasto aprobadas en enero de 2019, que fijaron una revalorización de un 0,9 % de las pensiones, según el crecimiento del IPC previsto entonces para 2020, y del 2 % de los salarios de los empleados públicos, en línea con el acuerdo firmado con los sindicatos del sector en 2018<sup>1</sup>.

Además, la proyección incluye las nuevas medidas aprobadas por el Gobierno desde mediados de marzo con el objetivo de combatir la crisis sanitaria y mitigar su impacto económico sobre familias y empresas<sup>2</sup>. Las medidas abarcan cuatro ámbitos de acción: el apoyo al sistema sanitario, la protección del empleo, la provisión de liquidez a las empresas viables y el apoyo a los hogares vulnerables como consecuencia de la crisis. La determinación del

impacto *ex ante* de este conjunto de actuaciones sobre las cuentas públicas no es inmediato. Por un lado, las medidas dirigidas a proveer liquidez a las sociedades no financieras (como la concesión de garantías públicas a préstamos de los bancos a las empresas, o las moratorias de pagos impositivos por un período de seis meses que expira dentro de este año) no tienen un impacto explícito directo sobre el déficit público de 2020. Por otro lado, entre las medidas que sí tienen un impacto directo sobre las cuentas públicas de este año, este está claramente definido en algunos casos, como el aumento de los recursos disponibles para gasto sanitario (4,4 mm o 0,4 % del PIB), pero no en otros, en los que el coste presupuestario depende de determinados supuestos sobre los que existe una incertidumbre elevada. En particular, entre las medidas dirigidas a la protección del empleo, el impacto presupuestario de los ERTE por fuerza

1 Véanse el Real Decreto-ley 1/2020, de 14 de enero, y el Real Decreto-ley 2/2020, de 21 de enero.

2 Estas medidas han sido aprobadas por medio de cuatro reales decretos-leyes (RDL 7/2020, RDL 8/2020, RDL 11/2020 y RDL 15/2020).

**Cuadro 1**  
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2019	Proyecciones de junio de 2020								
		Recuperación temprana			Recuperación gradual			Escenario de riesgo		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
<b>Entorno internacional</b>										
Producto mundial	2,8	-2,4	7,8	4,1	-4,5	6,0	3,8	-7,8	5,2	3,7
Mercados de exportación de España	1,5	-9,3	11,2	4,5	-14,0	8,3	4,7	-21,0	6,8	4,8
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	64,0	36,0	37,2	40,7	36,0	37,2	40,7	36,0	37,2	40,7
<b>Condiciones monetarias y financieras</b>										
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,12	1,09	1,08	1,08	1,09	1,08	1,08	1,09	1,08	1,08
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (b) (nivel 2000 = 100)	116,4	113,4	113,0	113,0	113,4	113,0	113,0	113,4	113,0	113,0
Tipos de interés a corto plazo (euribor a tres meses) (c)	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento del bono a diez años) (c)	0,7	0,6	0,9	1,1	0,7	1,0	1,2	1,0	1,4	1,6

**FUENTES:** Banco de España y Banco Central Europeo.

**a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 18 de mayo de 2020. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.

**b** Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.

**c** 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.

**SUPUESTOS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PROYECCIONES (cont.)**

mayor, de la prestación por cese de actividad de los trabajadores autónomos o del subsidio extraordinario para determinados colectivos dependerá del número de trabajadores afectados y de su duración. Los dos escenarios incluyen las mismas medidas discrecionales (y otro tanto ocurre en el escenario de riesgo). La diferencia estriba en el tamaño de las vinculadas directamente con la evolución de la actividad económica, como es el caso de las medidas de protección de las rentas laborales. En términos del análisis de riesgos, no cabe descartar la aprobación de nuevas medidas en función de la evolución de la crisis.

El impacto total *ex ante* de las medidas sobre el déficit público se estima en torno a un 2,5 % del PIB (véanse el Real Decreto-ley 1/2020, de 14 de enero, y el Real Decreto-ley 2/2020, de 21 de enero). y recaería principalmente en el primer semestre de 2020. De entre todas las medidas, el mayor coste presupuestario, por encima del 1,5 % del PIB, se derivaría de las dirigidas a la protección del empleo.

Para el resto del horizonte considerado (años 2021 y 2022), las proyecciones fiscales se apoyan en los supuestos técnicos habituales. En primer lugar, se considera que las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —entre

las que destacan, por su tamaño, las compras o la inversión pública— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial de la economía española. En segundo lugar, se asume que la trayectoria de las restantes partidas que componen las cuentas de las AAPP vendrá determinada, en ausencia de medidas, por sus determinantes habituales. En concreto, se supone que los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. Para aquellas partidas menos discrecionales de gasto se realizan supuestos similares. Este es el caso del gasto en pensiones —cuya evolución viene determinada por las tendencias demográficas y por la indexación prevista de su importe con el IPC—, del gasto en prestaciones por desempleo —que depende, principalmente, de la evolución del paro— y del gasto en intereses —cuyos movimientos reflejan la evolución del endeudamiento público y de los tipos de interés—.

De acuerdo con estos supuestos, la política fiscal sería claramente expansiva en 2020, que revertiría en 2021, dada la transitoriedad de las medidas de este año, y pasaría a presentar un tono neutral en 2022, de acuerdo con el supuesto habitual de no incorporación de medidas que no hayan sido aprobadas o tengan una elevada probabilidad de serlo<sup>3</sup>.

---

3 Las proyecciones no incorporan los efectos de la introducción del ingreso mínimo vital, puesto que su aprobación se produjo en una fecha posterior, a la del cierre de la recogida de información.