

INFORME DE SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 2021



NIPO: 094-20-025-5

Catálogo de publicaciones de la Administración General del Estado

El catálogo de publicaciones lo puede ver en la página de la [Junta de Coordinación de Publicaciones Oficiales](#)

ÍNDICE

1. Introducción	7
2. Situación macroeconómica 2021	8
2.1. Evolución de la economía española en 2021	8
2.2. Respuesta de política económica	14
3. Escenario macroeconómico 2021-2022	16
3.1. Hipótesis técnicas del escenario macroeconómico	16
3.2. Análisis del escenario macroeconómico 2021-2022	17
3.3. Indicadores económicos complementarios	20
4. Riesgos asociados al escenario	22
4.1. Evolución de la pandemia	22
4.2. Inflación	25
4.3. Histéresis	26
4.4. Ejecución del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia	29
5. Posición cíclica de la economía española	31

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1.	Hipótesis técnicas.....	16
Cuadro 2.	Escenario Macroeconómico 2021 – 2022	19
Cuadro 3.	Cuadro de indicadores complementarios.....	21
Cuadro 4.	Casos de COVID-19 por nivel de gravedad y edad.....	22
Cuadro 5.	PIB potencial y output gap	31
Cuadro 6.	Tasas de referencia reales y nominales.....	31

ÍNDICE GRÁFICOS

PANEL 1.	Señales de la recuperación (I)	9
Gráfico 1.	Indicador diario de actividad	9
Gráfico 2.	Trabajadores en ERTE	9
Gráfico 3.	Afiliación bruta	9
Gráfico 4.	Recuperación del empleo	9
PANEL 2.	Señales de la recuperación (II)	11
Gráfico 5.	Gasto con tarjeta y Ventas de Grandes Empresas	11
Gráfico 6.	Gasto con tarjeta, sectores seleccionados	11
Gráfico 7.	PMI compuesto	11
Gráfico 8.	Índice de confianza del consumidor	11
PANEL 3.	Indicadores turísticos	13
Gráfico 9.	Búsquedas de hoteles en destinos españoles	13
Gráfico 10.	Vuelos programados	13
Gráfico 11.	Evolución del gasto turístico doméstico	13
Gráfico 12.	Evolución del gasto turístico extranjero	13
PANEL 4.	Indicadores de respuesta de política económica	15
Gráfico 13.	Evolución del PIB y el empleo durante los dos últimos episodios recesivos	15
Gráfico 14.	Evolución del PIB y los ingresos públicos durante los dos últimos episodios recesivos	15
Gráfico 15.	Trabajadores en ERTE, principales sectores	15
Gráfico 16.	Comparativa internacional de trabajadores en ERTE	15
Gráfico 17.	Evolución del consumo privado durante los dos últimos episodios recesivos	18
Gráfico 18.	Evolución de la inversión durante los dos últimos episodios recesivos	18
PANEL 5.	Evolución epidemiológica	23
Gráfico 19.	Suministro de vacunas acumulado	23
Gráfico 20.	Administración de las vacunas	23
Gráfico 21.	Vacunas administradas por rangos de edad	23
Gráfico 22.	Casos por intervalos de edad	23
Gráfico 23.	Inglaterra: casos, hospitalizaciones y fallecimientos.	24
Gráfico 24.	Israel: casos (eje izquierdo), movilidad google y stringency index (eje derecho).	24
PANEL 6.	Histéresis e insolvencia empresarial	27
Gráfico 25.	Variación de ingresos en 2020	27
Gráfico 26.	Empresas con caídas de ingresos en 2020 superiores al 30%	27

Gráfico 27.	Evolución de la ratio deuda neta/VAB de las SNF 2010 - 2020	27
Gráfico 28.	Evolución deuda neta/EBITDA de las SNF por sector desde 2019	27
Gráfico 29.	Empresas con déficit de liquidez severo	28
Gráfico 30.	Empresas con déficit de liquidez severo.	28

1. INTRODUCCIÓN

La Ley Orgánica 2/2012, de 27 de abril, de Estabilidad Presupuestaria y Sostenibilidad Financiera establece, en su artículo 15.5, que la propuesta de fijación de los objetivos de estabilidad presupuestaria y deuda pública se acompañará de un informe en el que se evalúe la situación económica para cada uno de los años contemplados en el horizonte de fijación de dichos objetivos.

A través del presente Informe de Situación de la Economía Española, el Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital da cumplimiento a dicha disposición, habiendo consultado previamente al Banco de España y teniendo en cuenta las previsiones del Banco Central Europeo y de la Comisión Europea.

Las circunstancias excepcionales provocadas por la crisis sanitaria del COVID-19 justificaron en marzo de 2020 la activación, a nivel europeo, de la cláusula de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Esta cláusula, que estará vigente durante 2022, permite a los Estados Miembros posponer el cumplimiento de las reglas fiscales, centrando sus esfuerzos en el apoyo a la recuperación económica.

El Informe de Situación de la Economía Española 2021 contiene un escenario macroeconómico para el periodo 2021-2022 especificando, entre otras variables, la evolución prevista del Producto Interior Bruto (PIB), la brecha de producción y la evolución del producto potencial.

2. SITUACIÓN MACROECONÓMICA 2021

2.1. EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN 2021

La tercera ola de la pandemia tuvo un impacto significativo sobre la actividad económica, lastrando el crecimiento al inicio de 2021, tanto en España como en los países de nuestro entorno. A ello se sumaron los efectos de la adversa climatología, con la tormenta Filomena alterando la actividad y el consumo en buena parte de la economía. La actividad sufrió así un paréntesis en su recuperación, con el consumo privado retrocediendo en el primer trimestre de 2021 un 0,6% intertrimestral, la formación bruta de capital fijo un 0,8% y el conjunto del PIB un 0,4%.

Desde finales del primer trimestre se atisban señales de una recuperación robusta, que apuntan a un crecimiento intertrimestral en el segundo trimestre próximo al 2%. Conforme los contagios de la tercera ola fueron remitiendo y se intensificó el proceso de vacunación, la economía reanudó su recuperación en el curso del mes de marzo. Esta evolución al alza se ha consolidado en el segundo trimestre, tal y como queda recogido en el indicador de actividad diario (gráfico 1), que condensa el comportamiento de los principales indicadores de alta frecuencia disponibles. El indicador muestra el impacto de la tercera ola y la progresiva recuperación, intensificada a partir de mayo. En su conjunto, el segundo trimestre muestra una evolución muy positiva, que se mantiene en el mes de julio.

Estas señales son palpables en la dinámica del mercado de trabajo en los últimos meses, habiéndose recuperado el 90% del empleo afectado por el shock. Después de alcanzarse un máximo cercano al millón de personas en situación de ERTE a principios de febrero, esta cifra se redujo por debajo de los 700.000 a finales de marzo, en línea con los niveles previos entre olas. Posteriormente, al consolidarse la mejora de la situación epidemiológica e intensificarse el proceso de vacunación, la salida de trabajadores en ERTE se aceleró, registrándose mínimos desde el comienzo de la pandemia (gráfico 2). Los datos conocidos del mes de julio prosiguen la tendencia descendente, llegando a registrarse menos de 350.000 trabajadores en esta situación. En la misma línea, los trabajadores autónomos en situación de cese de actividad se situaron a finales de junio en 160.272 personas, el menor nivel en nueve meses.

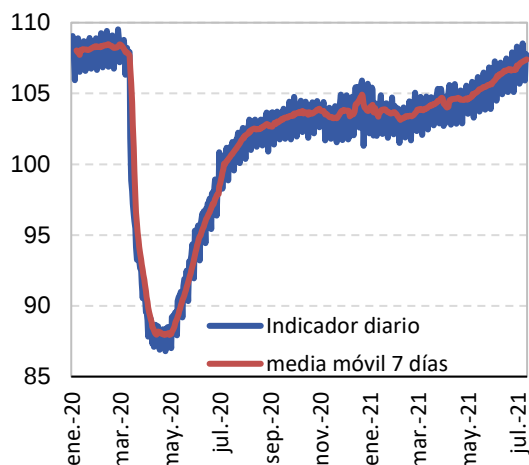
Los datos de afiliación también reflejan la mejora del mercado laboral. El segundo trimestre se saldó con el mayor crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social en un mes de junio de la serie histórica. A esta evolución contribuyeron casi todos los sectores, destacando la hostelería, con un incremento de afiliación muy superior al habitual en un mes de junio. Esta dinámica ha permitido volver e incluso superar los niveles de afiliación de 2019 (gráfico 3). La evolución positiva de los últimos meses, incluida la información de alta frecuencia disponible para el mes de julio, apunta a que en el promedio del mes se podría recuperar más del 90% del total de empleo perdido tras el shock COVID del año pasado, quedando menos de 450.000 trabajadores afectados (desempleados o en situación de ERTE), tal y como refleja el gráfico 4.

PANEL 1. Señales de la recuperación (I)

Gráfico 1. Indicador diario de actividad

100 = PIB de 20T1

El segundo trimestre consolida la senda de recuperación retomada a finales del primer trimestre

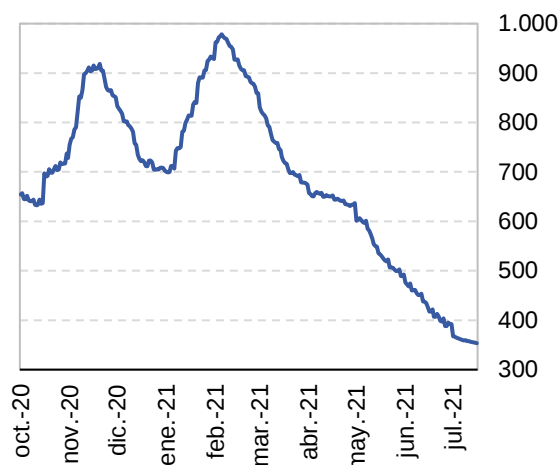


Fuente: Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital. [Versión interactiva](#)

Gráfico 2. Trabajadores en ERTE

Miles de personas

El número de trabajadores en ERTE sigue bajando, situándose por debajo de los 350.000 a finales de julio

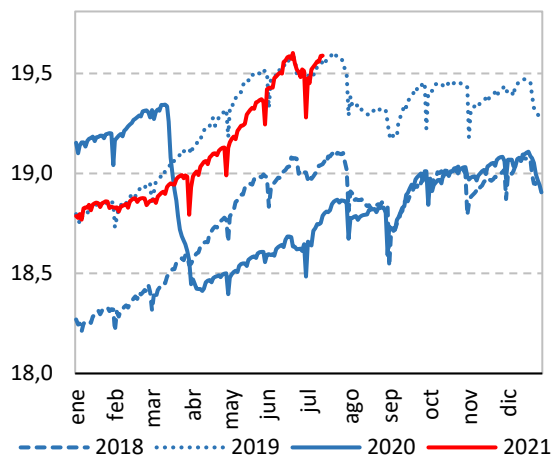


Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. [Versión interactiva](#)

Gráfico 3. Afiliación bruta

Millones de personas

La afiliación bruta supera los niveles de 2019, manteniendo un buen ritmo también en la primera mitad de julio

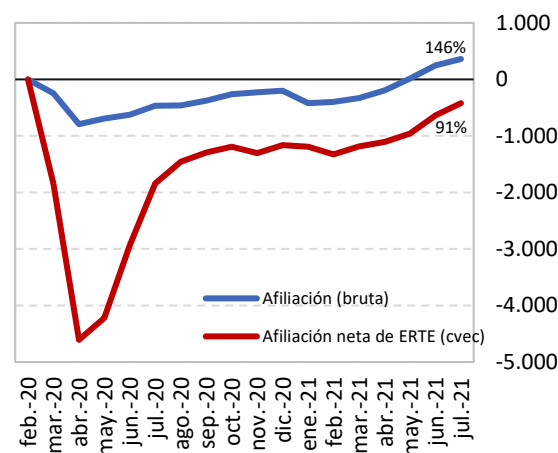


Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. [Versión interactiva](#)

Gráfico 4. Recuperación del empleo

Miles de personas

Se sigue cerrando la herida abierta en el mercado laboral, recuperando afiliados y reincorporando trabajadores en ERTE



Los porcentajes recogen la recuperación del empleo perdido entre febrero y mayo de 2020, con información hasta junio de 2021

Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. [Versión interactiva](#)

Esta recuperación del empleo se vio acompañada por una reactivación del consumo, como pone de manifiesto el gasto con tarjetas (gráfico 5), que pasó de ritmos interbianales en torno al 6% en la primera mitad del primer trimestre de 2021, a tasas superiores al 20% desde mediados del segundo trimestre. Esta favorable evolución desde enero se explica por la práctica totalidad de partidas, destacando las relacionadas con el turismo, particularmente las de bares y restaurantes, que pasan de caer más de un 30% respecto a 2019 en enero, a crecer un 35%, favorecido por la mejora de los riesgos sanitarios (gráfico 6). crece a finales de julio a tasas del 170%, frente a ritmos del 90% antes de la pandemia, lo que podría reflejar cambios estructurales hacia una mayor digitalización del consumo. En paralelo a la mejora del consumo, y confirmando su dinámica favorable, las ventas de grandes empresas también han experimentado una mejora continua en los últimos meses, llegando a rozar el nivel previo a la pandemia.

La tasa de ahorro de los hogares se situó en el primer trimestre de 2021 en el 10,6% de la renta bruta disponible, aún sensiblemente por encima de los niveles previos a la pandemia (6,1% en el promedio de primeros trimestres del periodo 2015-2019), lo que denota la existencia de una notable demanda embalsada.

Por el lado de la oferta, indicadores como el consumo de energía eléctrica o la evolución del Índice de Producción Industrial (IPI) también apuntan a una tendencia alcista en los últimos meses. El consumo de energía eléctrica, muestra una tendencia al alza en los últimos meses, alcanzando en junio una caída del 1,9% interbiental, frente a tasas cercanas al -20% en abril de 2020. El IPI, por su parte, continuó mejorando en mayo, al caer un -2,5% interbiental, tras -2,9% en abril, con datos corregidos de estacionalidad y calendario (cvec), presentando en términos intermensuales el mayor crecimiento en 10 meses, un 4,3%.

Las expectativas de consumidores y empresarios también han mejorado sensiblemente, apuntando a una mayor fortaleza y persistencia de la recuperación. La mejoría económica también se refleja en los indicadores cualitativos referidos a junio. La confianza de los consumidores alcanzó en este mes su mayor nivel de los últimos dos años (gráfico 8), por una mejor valoración tanto de la situación actual como de las expectativas, ambos componentes por encima de sus niveles previos a la irrupción del virus. En la misma, línea, el Índice de Gestores de Compra (PMI) de junio registró su mayor nivel desde principios del año 2000 (gráfico 7) y el indicador compuesto adelantado de actividad publicado por la OCDE prolongó su senda ascendente en el mismo periodo, confirmando la tendencia positiva de la recuperación.

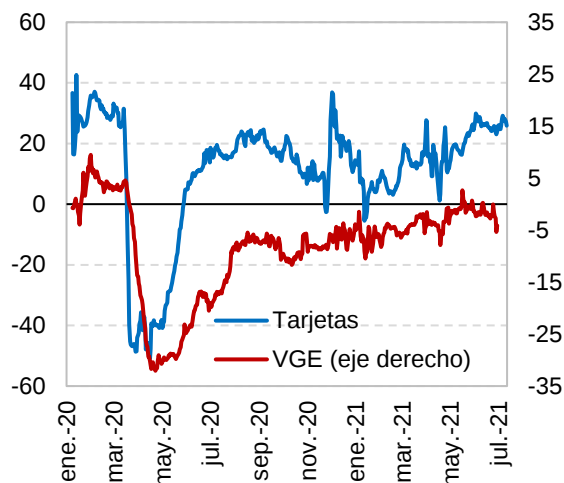
En cuanto al tercer trimestre, se espera que prolongue la tónica positiva del segundo trimestre, destacando la reactivación del turismo. El sector turístico ha sido el más retrasado en emprender la senda de la vuelta a la normalidad. Tal y como mostraban los datos de consumo y reflejan indicadores como las pernoctaciones hoteleras, el sector empezó a dar muestras claras de una incipiente recuperación ya en mayo, si bien permanece en niveles y ritmos aún inferiores a los habituales antes de la pandemia. Los grandes avances en los procesos de vacunación a nivel europeo han permitido dar un paso adicional hacia la recuperación de la libre circulación de personas con el establecimiento del pase sanitario o “pasaporte COVID”. La introducción de este certificado digital supone un estímulo al turismo procedente de nuestros principales emisores de turistas. En esta línea, indicadores como las búsquedas turísticas en internet (gráfico 9) o los vuelos programados (gráfico 10) anticipan una intensificación de la recuperación en verano, incluyendo el segmento internacional, el más alejado de los niveles previos a la crisis.

PANEL 2. Señales de la recuperación (II)

Gráfico 5. Gasto con tarjeta y Ventas de Grandes Empresas

% de variación interbiental

El gasto con tarjetas y las ventas de grandes empresas siguen una tendencia al alza en los últimos meses.

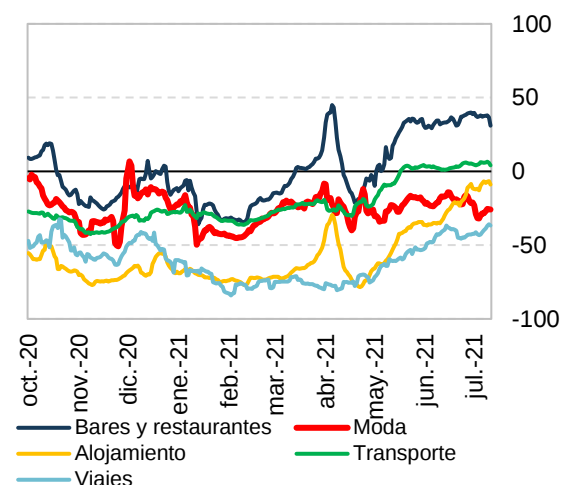


Fuente: BBVA, Agencia Tributaria y elaboración propia. [Versión interactiva](#)

Gráfico 6. Gasto con tarjeta, sectores seleccionados

% de variación interbiental

La mejoría es generalizada, destacando el turismo, particularmente bares y restaurantes, favorecido por la relajación de las medidas de movilidad.

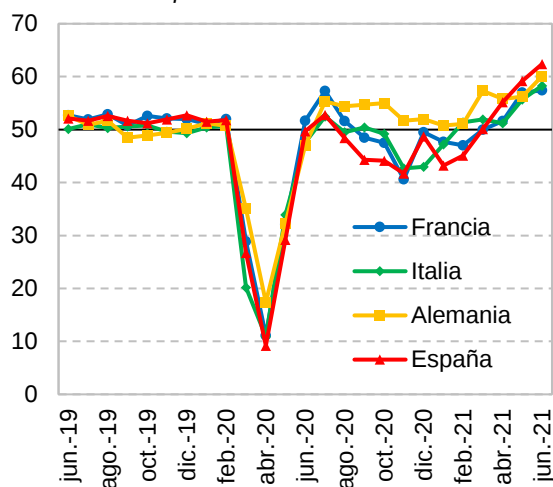


Fuente: BBVA. [Versión interactiva](#)

Gráfico 7. PMI compuesto

Nivel >50 indica expansión

El PMI español se sitúa en el mayor nivel de la serie disponible desde 2012, en línea con los alcanzados en países de nuestro entorno.

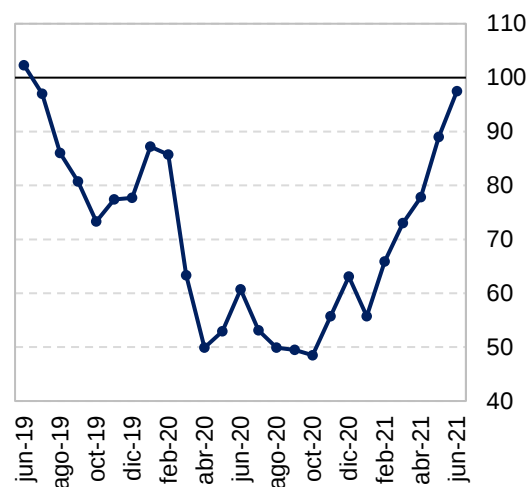


Fuente: Markit. [Versión interactiva](#)

Gráfico 8. Índice de confianza del consumidor

Nivel > 100 indica percepción positiva

La confianza de los consumidores se encuentra próxima a alcanzar en el punto más elevado de los últimos dos años, superior a los niveles pre COVID.



Fuente: CIS. [Versión interactiva](#)

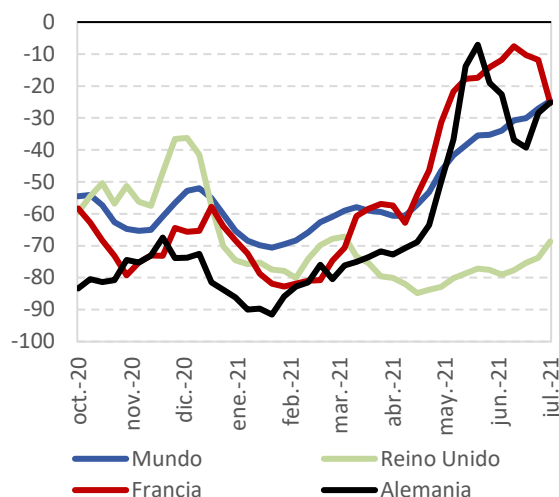
En cuanto a las previsiones a corto plazo del sector turístico, se mantiene un alto grado de incertidumbre sobre la evolución de la pandemia a nivel global, lo que exige una gran dosis de cautela y un seguimiento continuo para ver cómo va evolucionando la situación. En las próximas semanas van a seguir coincidiendo varios elementos de origen epidemiológico e institucional que van a tener un impacto potencial en las perspectivas para la actividad turística este verano. En primer lugar, el aumento de contagios, concentrado especialmente en los segmentos jóvenes de la población, aun con menores tasas de vacunación y menor probabilidad de hospitalización e ingreso en UCI. En segundo lugar, la aceleración del ritmo de vacunación en los segmentos de mayor incidencia en las últimas semanas, con una cobertura prácticamente total de los grupos más vulnerables. En tercer lugar, las decisiones de los principales mercados de origen en cuanto a las condiciones para viajar a España. En todo caso, con datos disponibles hasta la tercera semana de julio, lo que se observa es que el turismo doméstico mantiene su dinámica positiva y el extranjero aguanta, aunque a tasas menores (gráficos 11 y 12).

PANEL 3. Indicadores turísticos

Gráfico 9. Búsquedas de hoteles en destinos españoles

% de variación interbiental

Las búsquedas de hoteles en España repuntan a lo largo del segundo trimestre, destacando las procedentes de Francia y Alemania..

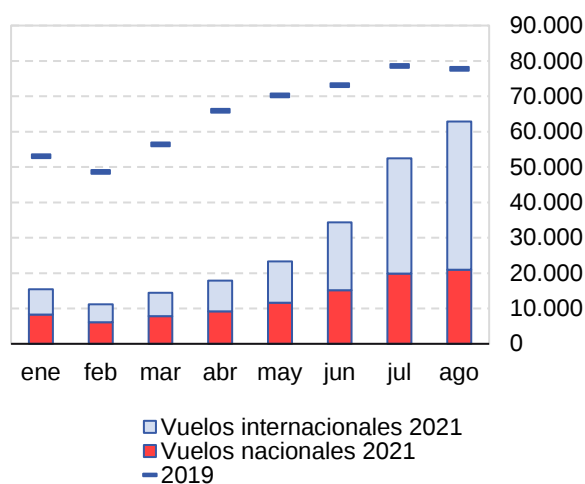


Fuente: Google. [Versión interactiva](#)

Gráfico 10. Vuelos programados

Número de vuelos

La previsión de vuelos programados a España para los meses de verano indica una recuperación gradual de la actividad turística.

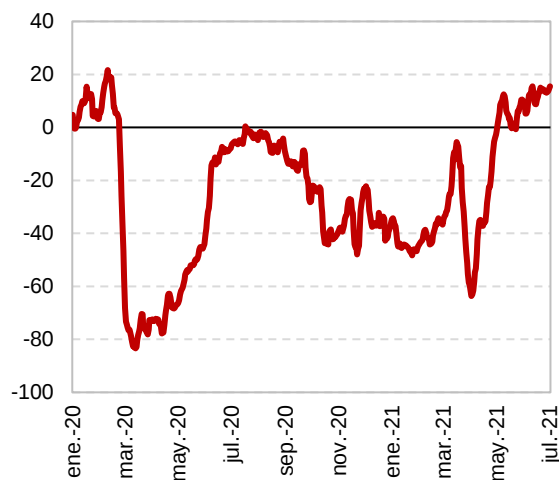


Fuente: Asociación Española para la Coordinación y Facilitación de Franjas Horarias. [Versión interactiva](#)

Gráfico 11. Evolución del gasto turístico doméstico

% de variación interbiental

El gasto de españoles fuera de su provincia pasa de caídas cercanas al -50% a principios de año, a crecimientos cercanos al 20% en julio.

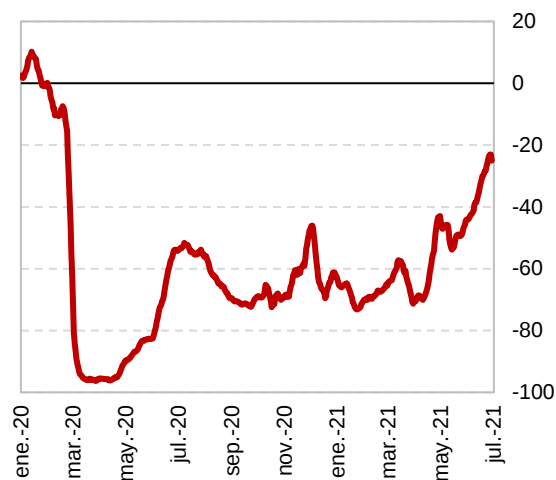


Fuente: BBVA. [Versión interactiva](#)

Gráfico 12. Evolución del gasto turístico extranjero

% de variación interbiental

El gasto de extranjeros en España reacciona más tardíamente, pero desde mayo flexiona al alza.



Fuente: BBVA. [Versión interactiva](#)

2.2. RESPUESTA DE POLÍTICA ECONÓMICA

Durante el año 2021 y de manera simultánea a las medidas llevadas a cabo en el ámbito sanitario, las medidas de política económica y social han continuado protegiendo el tejido productivo, evitando la destrucción de empleo y sosteniendo las rentas de las familias. En efecto, el conjunto de medidas de política económica adoptadas desde el principio de la crisis ha conseguido evitar una intensa caída de la actividad y el empleo, preservando una base económica fuerte para la recuperación. Las medidas de ayuda a las empresas, los trabajadores y las familias, han desacoplado la evolución del PIB y del empleo, evitando la intensa destrucción de empleo característica de anteriores episodios recesivos en España. A pesar de la intensa caída del PIB durante 2020, las medidas de apoyo han permitido amortiguar sensiblemente la caída del empleo y se prevé que la recuperación de los niveles de empleo y de PIB tenga lugar mucho antes que en la anterior crisis (gráficos 13 y 14). La misma conclusión se extrae al observar la evolución de los ingresos públicos: las políticas de sostenimiento de rentas han logrado que la caída de la recaudación de impuestos sobre la renta, cotizaciones o IVA sea mucho más amortiguada y la recuperación de los niveles previos a la crisis más rápida.

Los programas de avales públicos siguen desempeñando un papel importante para garantizar la liquidez de las empresas y las inversiones de futuro. Se han avalado hasta principios de julio cerca de 1.100.000 operaciones en las líneas de liquidez y de inversión, movilizando una financiación de cerca de 130.000 millones de euros. El 98% de estas operaciones están destinadas a pymes y autónomos y el conjunto formado por comercio, transporte y hostelería es receptor de en torno al 43% de la financiación movilizada por avales ICO.

Estos programas de avales han jugado un papel importante para mitigar el deterioro de la posición de liquidez de las empresas. Como se verá en el apartado 4.3 las líneas de avales del ICO, junto con el conjunto de medidas de alivio de la deuda y de ayudas directas a empresas, han tenido un impacto significativo para reducir el riesgo de quiebra generalizada de empresas, devolviendo los indicadores de solvencia a los niveles previos a la pandemia y, con ello, mitigando el posible impacto estructural y el riesgo financiero derivado del efecto de histéresis sobre el tejido productivo viable.

El número de trabajadores en ERTE sigue marcando mínimos, pero todavía constituye un apoyo importante en los sectores más afectados. El sector de la hostelería sigue concentrando la mayor parte de trabajadores en ERTE (43% del total), debido principalmente a la división de servicios de comidas y bebidas (25%). Sin embargo, mantiene un ritmo de salida superior a la media por lo que ha reducido su importancia en los últimos meses (49% a principios de marzo). Le sigue en importancia comercio, con un 15% del total. Desde máximos en febrero, el número de personas en ERTE se ha reducido en unas 553.000 hasta finales de junio (-57% de caída), apoyado esencialmente en las modalidades de impedimento (-143.000, -94%) y, conforme ésta se ha ido vaciando, de limitación (-162.000, -65%). Las modalidades de CNAE y cadena de valor han respondido también, aunque con algo de retraso (-119.000, -39%) presentando un mayor recorrido a la baja. Asimismo, los trabajadores en ERTE con las modalidades pre-RD 30/2020 bajaron desde febrero en 130.000 personas, un 48%.

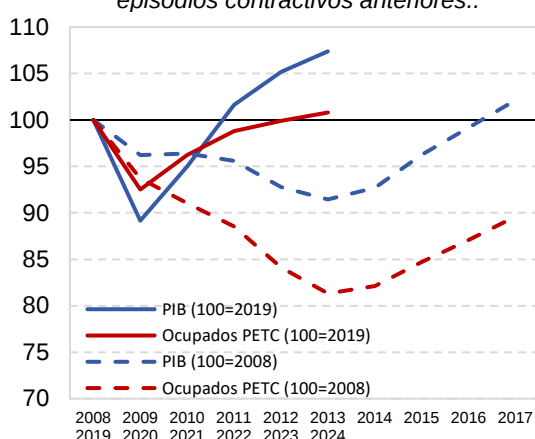
España mantiene, dentro de los grandes países de la UE, el menor número de trabajadores en ERTE en proporción a sus asalariados, con un patrón de corrección similar. El porcentaje de trabajadores en ERTE sobre el número de asalariados en España se mantuvo desde agosto a febrero en torno al 5%, y muestra

una tendencia similar a Alemania (gráfico 16). Desde marzo, este porcentaje ha caído hasta situarse por debajo del 2,5% en julio, por debajo de países como Francia e Italia.

PANEL 4. Indicadores de respuesta de política económica

Gráfico 13. Evolución del PIB y el empleo durante los dos últimos episodios recesivos

Durante esta crisis el conjunto de medidas de política económica ha conseguido amortiguar el impacto de la caída de la actividad en el empleo respecto a episodios contractivos anteriores..

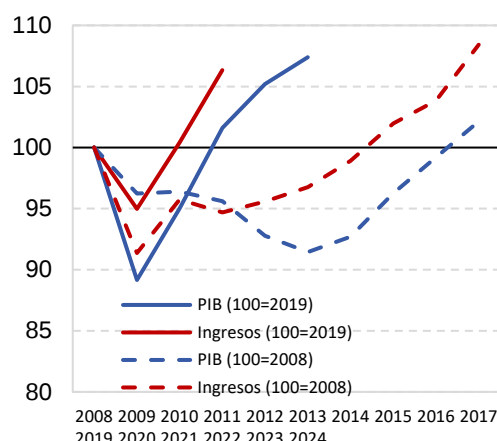


Fuente: INE y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

Nota: los datos referidos a 2021, 2022, 2023 y 2024 son previsiones. [Versión interactiva](#)

Gráfico 14. Evolución del PIB y los ingresos públicos durante los dos últimos episodios recesivos

Las políticas de sostenimiento de rentas han logrado una caída de la recaudación impositiva más amortiguada.



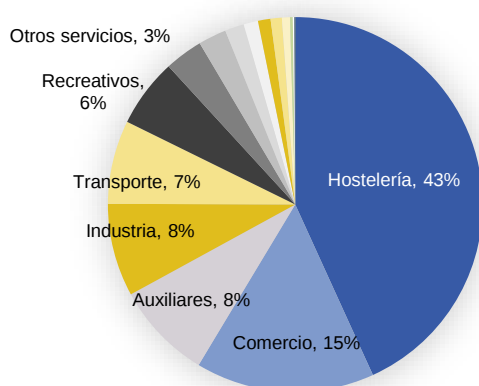
Fuente: Tesorería General de la Seguridad Social.

Nota: los datos referidos a 2021, 2022, 2023 y 2024 son previsiones. [Versión interactiva](#)

Gráfico 15. Trabajadores en ERTE, principales sectores

% sobre el total, por fecha de notificación

el número de trabajadores en erte sigue disminuyendo, pero todavía constituye un apoyo importante en los sectores más afectados.

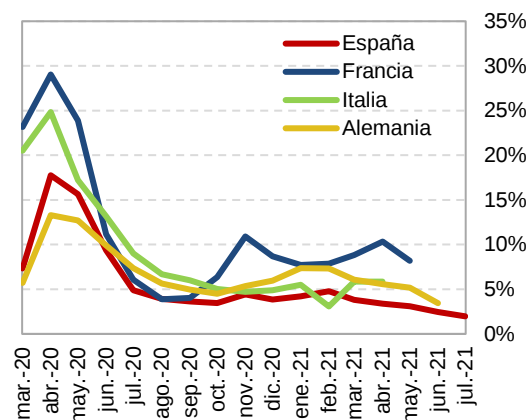


Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. [Versión interactiva](#)

Gráfico 16. Comparativa internacional de trabajadores en ERTE

% sobre asalariados

El porcentaje de trabajadores en ERTE sobre el total de asalariados ha disminuido de forma particularmente dinámica en España, situándose en niveles inferiores al de nuestros principales socios.



Fuente: TGSS (España), INPS (Italia), DARES (Francia), Bundesagentur für arbeit (Alemania) y Eurostat.. [Versión interactiva](#)

3. ESCENARIO MACROECONÓMICO 2021-2022

3.1. HIPÓTESIS TÉCNICAS DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

La evolución desde el pasado mes de abril se corresponde con las hipótesis planteadas en el Programa de Estabilidad 2021, a excepción de dos elementos. Por un lado, una mejora de previsiones relativas al entorno exterior y, por otro lado, un empeoramiento de las relativas al precio del crudo y los tipos de interés a largo plazo.

Las previsiones económicas para la zona euro se revisan al alza, mejorando, por tanto, las expectativas respecto a la recuperación de los mercados de exportación. Respecto al contexto internacional, el BCE revisó al alza, en su publicación de junio, la senda de crecimiento para la zona euro, hasta un 4,6% y 4,7% para 2021 y 2022 (frente a un 4,0% para 2021 y un 4,1% para 2022 de marzo), respectivamente. Una evolución de la economía de la zona euro mejor a la esperada conlleva una revisión al alza de los mercados de exportación españoles, de 0,9 p.p. y 1,0 p.p para 2021 y 2022, respecto a la publicación de marzo de 2021. Por consiguiente, la senda de crecimiento de los mercados de exportación prevista para 2021 y 2022 sería del 8,6% y 6,4%, respectivamente.

Las hipótesis en torno a la futura evolución del Brent se ajustan al alza atendiendo a las cotizaciones más recientes en el mercado de futuros. Durante los últimos meses, los futuros sobre el petróleo Brent han experimentado un *rally* alcista en los mercados de futuros. Esta evolución ha provocado un ajuste al alza de las hipótesis a través de una revisión al alza de la previsión para 2021 y 2022, hasta los 73,2 dólares y los 68,0 dólares, respectivamente.

Cuadro 1. Hipótesis técnicas

Variación anual en % salvo indicación contraria

	2020	2021	2022
Tipos de interés a corto plazo (euribor a tres meses)	-0,4	-0,5	-0,5
Tipos de interés a largo (deuda pública a 10 años, España)	0,4	0,5	0,9
Tipo de cambio (dólares/euro)	1,1	1,2	1,2
Crecimiento del PIB Mundial, excluida la zona euro	-2,4	6,2	4,2
Crecimiento del PIB de la zona euro	-6,8	4,6	4,7
Mercados españoles de exportación	-10,9	8,6	6,4
Precio del petróleo (Brent, dólares/barril)	42,3	73,2	68,0

Fuentes: Banco Central Europeo, ICE Brent Crude, Banco de España y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

El resto de las hipótesis recogidas en el Programa de Estabilidad 2021 se mantienen, a excepción de los tipos de interés a largo plazo, que se revisan ligeramente al alza para 2021 y 2022. Durante los últimos meses las rentabilidades negociadas de deuda soberana a diez años han mantenido una tendencia ligeramente ascendente, por lo que se revisa la senda para el periodo 2021 y 2022, de acuerdo con las previsiones publicadas por el Banco de España el pasado junio.

3.2. ANÁLISIS DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO 2021-2022

Las previsiones de crecimiento para el periodo 2021 y 2022 se mantienen en el 6,5% y el 7%, respectivamente, en línea con las últimas publicadas por la mayoría de analistas y organismos. Una vez incorporada la información de la Contabilidad Nacional del primer trimestre, publicada por el INE, y a tenor de toda la información de alta frecuencia disponible desde entonces, se mantiene la previsión de crecimiento para 2021 y 2022 realizada en el Programa de Estabilidad, situada en el 6,5% y el 7%, respectivamente. Asimismo, y en línea con la mayoría de organismos y analistas nacionales e internacionales, el crecimiento acumulado en estos dos años permitirá alcanzar los niveles de actividad pre – COVID en la segunda parte de 2022.

El patrón de crecimiento se revisa ligeramente para 2021, pasando el sector exterior a contribuir positivamente al mismo. Considerando la evolución más reciente de los indicadores macroeconómicos y la información de Contabilidad Nacional del primer trimestre, se han reajustado ligeramente algunos componentes del PIB para 2021, como la inversión en bienes de equipo (+0,3 p.p), la inversión en construcción (-2,4 p.p) y las exportaciones de bienes y servicios (+0,8 p.p). Como consecuencia de este ligero cambio de composición el saldo exterior pasa de detraer 0,2 p.p al crecimiento del PIB en 2021, a contribuir en 0,1 p.p. Por su lado, la demanda nacional reduce ligeramente su contribución al crecimiento del PIB en 2021, hasta los 6,5 p.p. En lo que respecta al 2022, se mantiene el patrón de crecimiento publicado en el Programa de Estabilidad, de acuerdo al cual la demanda nacional contribuye en 6,7 pp y el sector exterior en 0,2 p.p.

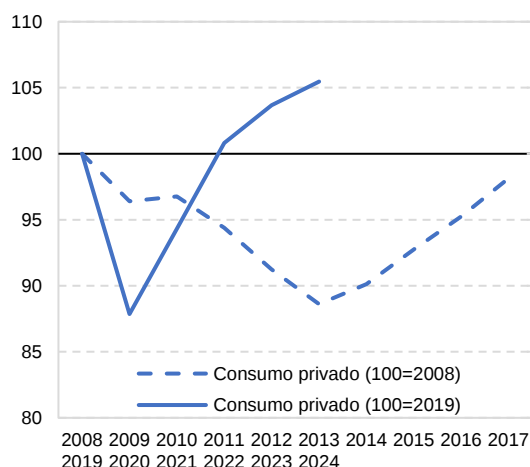
En línea con lo esperado en el Programa de Estabilidad y con lo señalado por otros organismos¹, a partir del segundo trimestre de 2021, el consumo privado se está viendo impulsado por la reapertura progresiva y el ahorro neto embalsado de los hogares. Ciertamente, las medidas de restricción generaron un ahorro “forzoso” por los hogares al ver reducido su ritmo habitual de consumo, sobre todo en lo referente a servicios como el ocio o la hostelería. A este ahorro también habría que añadirle el ahorro precautorio que los hogares acumularon durante este periodo como consecuencia del empeoramiento de las expectativas económicas y laborales. El saldo que se obtendría de ambos conceptos, teniendo en cuenta la caída de renta provocada por el impacto del COVID, sería positivo habiéndose acumulado hasta el primer trimestre de 2021 un ahorro embalsado de unos 60.000 millones de euros. Este importe permitirá una recuperación progresiva del consumo, aunque más rápida que en crisis anteriores, retomándose los niveles de consumo pre – COVID en 2022 (ver gráfico 17). Por su lado, las tasas de ahorro registradas en la fase pre – COVID se prevé que se recuperen progresivamente, alcanzándose en el medio plazo.

La inversión para 2021 se revisa ligeramente a la baja a tenor de los datos del primer trimestre de inversión en construcción, por debajo de lo esperado. La recuperación de la inversión en construcción que parecían anticipar algunos indicadores sectoriales (incluida la afiliación) no quedó registrada en los datos de Contabilidad Nacional relativos al primer trimestre, por lo que parece que se pospone para el segundo semestre de 2021. En este sentido, se revisa a la baja el crecimiento de la inversión en construcción para 2021, hasta el 6,1%, frente al 8,5% publicado en el Programa de

¹ “El ahorro de los hogares españoles en tiempos de pandemia” Juan Ramón García / Camilo Ulloa / Rubén Veiga, Julio 2021 BBVA Research

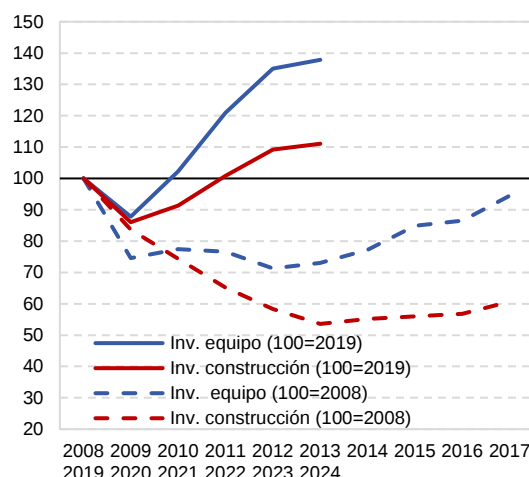
Estabilidad 2021. Por su parte, se revisa al alza el crecimiento de la inversión en bienes de equipo en 0,3 p.p., hasta el 16,5% para 2021. Esta revisión estaría, además alineada con el mayor impulso de las exportaciones de bienes. En suma, la inversión, tanto en bienes de equipo como en construcción, se recuperaría más rápido tras la recesión de 2020 que tras la crisis de 2008. Concretamente la inversión en bienes de equipo retornaría a su nivel pre – COVID en 2021 y la inversión en construcción lo haría en 2022 (ver gráfico 18).

Gráfico 17. Evolución del consumo privado durante los dos últimos episodios recesivos



Fuente: INE y Ministerio de Asuntos Económicos
Nota: los datos referidos a 2021, 2022, 2023 y 2024 son previsiones. [Versión interactiva](#)

Gráfico 18. Evolución de la inversión durante los dos últimos episodios recesivos



Fuente: INE y Ministerio de Asuntos Económicos
Nota: los datos referidos a 2021, 2022, 2023 y 2024 son previsiones. [Versión interactiva](#)

La sorpresa positiva registrada por las exportaciones de bienes durante el primer trimestre permite una revisión al alza del crecimiento de las exportaciones totales en 2021. De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional del primer trimestre, así como los indicadores relativos al comercio mundial, las exportaciones españolas de bienes se comportaron mejor de lo esperado durante la primera parte del año 2021. Estos indicadores anticiparían parte del impulso de las exportaciones de bienes previsto para la segunda parte del año. Por el lado de las exportaciones de servicios, la previsión del sector turístico se mantiene para 2021, destacando una recuperación parcial del turismo extranjero que alcanzará un nivel ligeramente inferior al 50% respecto al nivel registrado en 2019, y una recuperación del turismo nacional del 75% respecto al 2019. En cuanto al perfil trimestral de esta evolución, cabe destacar que la recuperación del turismo nacional se habría iniciado con fuerza durante el segundo trimestre, mientras que la del turismo extranjero tomaría un mayor impulso en el segundo semestre.

La aceleración coyuntural de los precios durante el segundo trimestre provoca la revisión al alza de la previsión del deflactor del consumo privado para 2021, manteniéndose la previsión para 2022. El repunte del IPC registrado durante el segundo trimestre ha provocado una revisión al alza de la previsión del deflactor del consumo privado para 2021, hasta el 1,9%. No obstante, el repunte del IPC observado se debe, por un lado, a un importante efecto base derivado de los precios energéticos, que alcanzaron mínimos históricos en 2020 mientras que en los últimos meses se han acelerado, generando elevadas tasas en términos interanuales, que tenderán a diluirse a lo largo del año. Por otro lado, el repunte también obedece al propio impulso de la

recuperación económica mundial, que presiona al alza los precios energéticos, fundamentalmente gas y petróleo, así como al precio de los derechos de emisión. Por consiguiente, a medida que la recuperación mundial se vaya normalizando, también lo harán los precios energéticos. No obstante, la evolución de las tensiones inflacionistas y sus riesgos se tratarán más en detalle en el apartado 4.2 del presente documento.

Por su lado, se mantiene la previsión del deflactor del PIB para 2021 y 2022, dado que la revisión al alza del deflactor del consumo privado (que incorpora los bienes importados) se compensa a través de dos revisiones adicionales. Por un lado, una revisión al alza de la previsión del deflactor de importaciones (que resta al crecimiento del deflactor del PIB), provocada por el repunte de los precios energéticos que mantienen un peso muy relevante en la balanza comercial de la economía española. Por otro lado, se revisa a la baja la previsión del deflactor de la inversión en construcción debido a que los precios de la vivienda crecieron menos de lo esperado durante la primera parte del año.

Cuadro 2. Escenario Macroeconómico 2021 – 2022

Variación anual en %, salvo indicación contraria

	2020	2021	2022
Gasto en consumo final nacional privado (a)	-12,1	7,3	6,9
Gasto en consumo final de las AAPP	3,8	2,5	1,5
Formación bruta de capital fijo	-11,4	9,0	12,4
<i>Bienes de equipo y activos cultivados</i>	-12,2	16,5	18,3
<i>Construcción</i>	-14,0	6,1	10,4
Demanda Nacional (contribución al crecimiento del PIB)	-8,8	6,5	6,7
Exportación de bienes y servicios	-20,2	10,0	10,3
Importación de bienes y servicios	-15,8	10,3	10,0
Saldo exterior (contribución al crecimiento del PIB)	-2,0	0,1	0,2
PIB real	-10,8	6,5	7,0
Deflactor del PIB	1,1	1,2	1,5
Deflactor del consumo privado	0,2	1,9	1,3
Empleo total (b)	-7,5	4,0	2,7
Tasa de paro (% población activa)	15,5	15,2	14,1
Cap(+)/Nec.(-) finan. de las AAPP (% PIB)	-11,0	-8,4	-5,0
Cap(+)/Nec.(-) finan. frente al Resto del Mundo (% PIB)	1,1	2,1	2,8

(a) Hogares e ISFLSH.

(b) Empleo equivalente a tiempo completo.

Fuentes: INE y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital

Se mantienen las previsiones de empleo y tasa de paro para 2021 y 2022, en línea con lo publicado por los principales organismos de previsión. Considerando el marco de ayudas públicas existente y la evolución más reciente de los indicadores de alta frecuencia, incluyendo afiliación, ERTE y ceses de actividad, se prevé que la tasa de paro se sitúe en 2021 en el 15,2% y que continúe descendiendo hasta el 14,1% en 2022, muy en línea con las previsiones de consenso.

3.3. INDICADORES ECONÓMICOS COMPLEMENTARIOS

Para tener una imagen completa sobre el bienestar de la sociedad, es preciso ampliar los tradicionales indicadores económicos con otros que aporten información sobre la calidad del crecimiento. El propio Simon Kuznets, considerado uno de los padres del PIB, indicador de referencia desde hace casi un siglo, reconocía en 1934 que “es muy difícil deducir el bienestar de una nación a partir de su renta nacional”. Posteriormente, ha habido numerosos estudios e iniciativas que reconocían la multidimensionalidad del bienestar y las limitaciones del PIB como indicador único. En la década de 1970, se dio un importante impulso a la inclusión de aspectos medioambientales y sociales en la valoración económica². Más recientemente, cabe destacar el Informe sobre la Medición del Desarrollo Económico y del Progreso Social, de Stiglitz, Sen y Fitoussi de 2009, así como las iniciativas de la Comisión Europea (Social Scoreboard, Composite Indicators³), de la OCDE (Better Life Initiative⁴) o del Banco Mundial (Data for Better Lives⁵).

En el contexto actual de salida de la crisis y de implementación del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia, resulta imprescindible realizar un seguimiento de cuatro vertientes clave, complementarias al PIB: transición ecológica, transformación digital, igualdad de género y cohesión social. Para ello, se ha hecho un ejercicio de síntesis, seleccionando aquellos indicadores con un menor tiempo de retraso en su publicación y que permitan realizar una comparativa en el tiempo y respecto a la Unión Europea.

En líneas generales, los datos más recientes apuntan a que en 2020 se ha seguido progresando en estas cuatro vertientes, si bien de manera desigual y, en algunos casos, aún lejos del nivel óptimo.

Las medidas públicas han suavizado el impacto social negativo de la crisis. Según datos de CaixaBank⁶, las transferencias públicas habrían contribuido a mejorar el índice de Gini de desigualdad salarial en 2,5 puntos porcentuales en abril de 2021. En los primeros momentos de la crisis, las transferencias públicas habrían reducido la desigualdad en más de 8,5 pp. Sin embargo, atendiendo a la situación previa a transferencias y ayudas públicas, en sentido contrario destaca en 2020 el aumento de personas en hogares sin empleo, variable directamente correlacionada con el nivel de pobreza y que se ha deteriorado como consecuencia de la crisis.

² William Nordhaus y James Tobin, Measure of Economic Welfare, 1972; Meadows et al., Informe sobre los límites del crecimiento, 1972; Declaración de la Conferencia de NNUU sobre el Medio Humano, Estocolmo, 1972.

³ <https://composite-indicators.jrc.ec.europa.eu/>

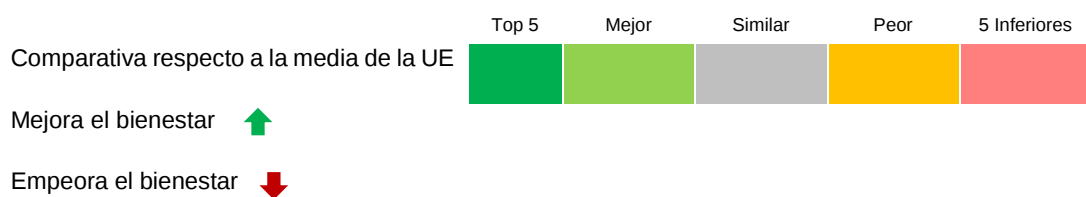
⁴ <https://www.oecd.org/statistics/better-life-initiative.htm>

⁵ <https://wdr2021.worldbank.org/>

⁶ CaixaBank Research, Inequality Tracker, a partir de datos internos de CaixaBank. <https://inequality-tracker.caixabankresearch.com/>

Cuadro 3. Cuadro de indicadores complementarios

	Transición ecológica				Transformación digital				Igualdad de género				Cohesión social			
	Emisiones GEI ⁷		Renovables en generación de electricidad		Viviendas conexión banda ancha		Habilidades digitales avanzadas		Brecha género de tasa de actividad ⁸ (pp)		Mujeres en puestos directivos		Abandono educativo temprano ⁹		Personas en hogares sin empleo ¹⁰	
2017	94	↓	32,4%	↓	82,7%	↑	32,0%	↑	10,1	↓	30,6%	↑	18,3%	↑	11,4%	↑
2018	93	↑	38,4%	↑	86,1%	↑	nd		10,2	↓	32,1%	↑	17,9%	↑	10,4%	↑
2019	87	↑	37,6%	↓	91,2%		36,1%	↑	9,5	↑	33,2%	↑	17,3%	↑	9,7%	↑
2020	76	↑	44,2%	↑	95,3	↑	41,1%	↑	9,3	↑	35,0%	↑	16,0%	↑	11,2%	↓



Fuente: Ministerio de Asuntos Económicos a partir de datos de Eurostat, INE, FMI y REE.

⁷ Índice de emisiones de gases de efecto invernadero. Base 2010. FMI.

⁸ Diferencia entre la tasa de actividad de hombres y mujeres.

⁹ Población entre 18 y 24 años con estudios secundarios o inferiores que no se está formando.

¹⁰ Población entre 18 y 59 años que vive en hogares donde nadie trabaja.

4. RIESGOS ASOCIADOS AL ESCENARIO

4.1. EVOLUCIÓN DE LA PANDEMIA

El suministro semanal de vacunas se ha aproximado mucho al previsto en el Programa de Estabilidad de forma que cada vez es más probable alcanzar el objetivo de inmunizar al 70% de la población adulta durante el verano. A 23 de julio se han alcanzado los 56 millones de dosis recibidas. En este sentido, el ritmo de vacunación de España tiene una clara tendencia creciente y se sitúa en julio por encima de una dosis al día por cada cien personas.

Los grupos de edad que están ya vacunados son los que sufrieron las peores consecuencias de la enfermedad. Los grupos de edades mayores tienen un grado de inmunización muy alto, aunque en el grupo de 60 a 69 la administración de la segunda dosis se ha retrasado considerablemente respecto a los otros. Por el contrario, los menores de 40, aunque suponen más de la mitad de los casos, solo representan el 10,9% de las hospitalizaciones, el 6,8% de los ingresos en UCI y el 0,5% de las defunciones.

Cuadro 4. Casos de COVID-19 por nivel de gravedad y edad.

Grupo de edad	Casos totales	Hospitalizado	UCI	Defunciones
<40	50,6	10,9	6,8	0,5
40-49	16,5	11	10,5	1,0
50-59	13,8	15,8	20,8	3,8
60-69	8,7	17,8	30,7	10,0
70-79	5,3	18,7	26,3	21,5
≥80	5,1	25,8	4,9	63,1

Fuente: Centro Nacional de Epidemiología – Centro Nacional de Microbiología (ISCIII).

Las vacunas proporcionan una protección muy alta frente los casos graves, así como reducciones sustanciales de la transmisión, incluso frente a la variante delta que se está haciendo dominante en varios países, en particular en el Reino Unido. Estudios realizados en ese país estiman que la protección frente a casos que requieren hospitalización con las dos dosis es del 92% en el caso de AstraZeneca/Oxford y 96% para la de Pfizer/BioNTech. La reducción de la infección es del 59% y 88% respectivamente¹¹.

A finales de junio se ha producido en España un brusco aumento de la incidencia, concentrada en las edades entre 10 y 29 y en menor medida entre 30 y 49, lo que concuerda con la menor vacunación de esos grupos. Por el momento, debido a que - como se mencionaba- las personas más jóvenes son mucho menos propensas a sufrir casos graves de la enfermedad, este crecimiento de la incidencia se traduce en aumentos de las hospitalizaciones e ingresos en UCI más limitados, en comparación con olas anteriores (ver gráfico 22).

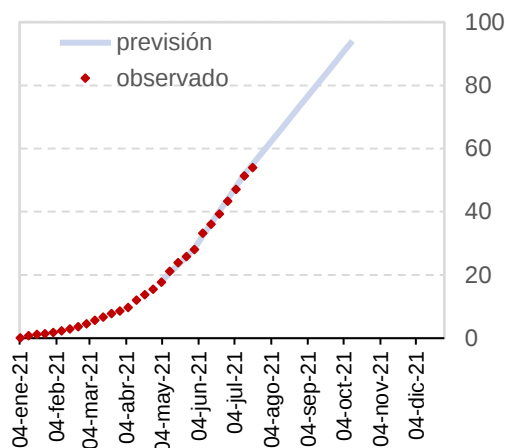
¹¹ Implications for the EU/EEA on the spread of the SARS-CoV-2 Delta (B.1.617.2) variant of concern. Junio 2021, ECDC.

PANEL 5. Evolución epidemiológica

Gráfico 19. Suministro de vacunas acumulado

Millones de dosis

Se mantiene el escenario del Programa de Estabilidad: inmunizar al 70% de la población adulta a principios de agosto.

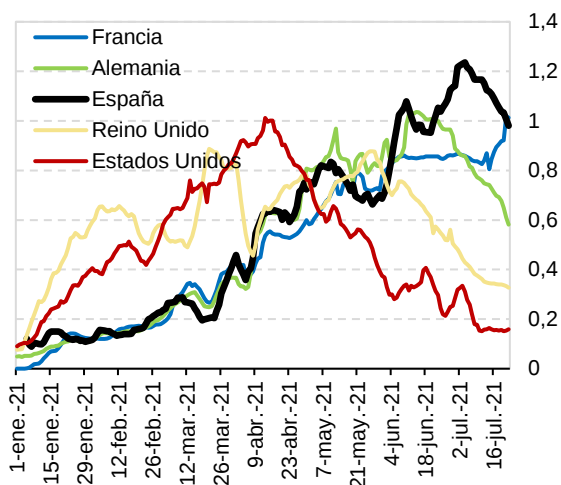


Fuente: Ministerio de Sanidad, Consumo y Bienestar Social y Ministerio de Asuntos Económicos. [Versión interactiva](#)

Gráfico 20. Administración de las vacunas

Dosis diarias por cada 100 habitantes

El ritmo de vacunación de España tiene una clara tendencia creciente y supera ya las 1,2 dosis al día por cada 100 habitantes.

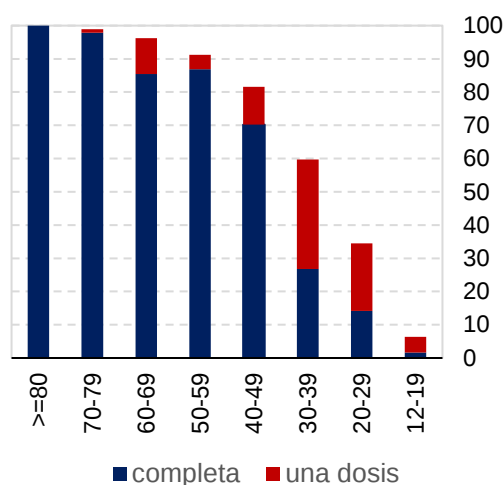


Fuente: Our World in Data. [Versión interactiva](#)

Gráfico 21. Vacunas administradas por rangos de edad

% población por rango de edad

Los grupos de edad que están ya vacunados son los que sufrieron las peores consecuencias de la enfermedad

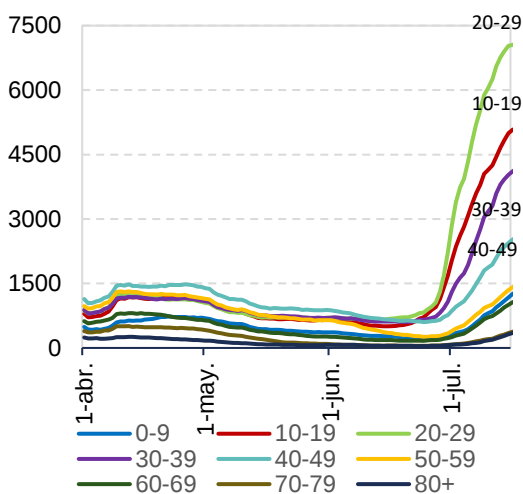


Fuente: Ministerio de Sanidad, Consumo y Bienestar Social. [Versión interactiva](#)

Gráfico 22. Casos por intervalos de edad

Número de casos

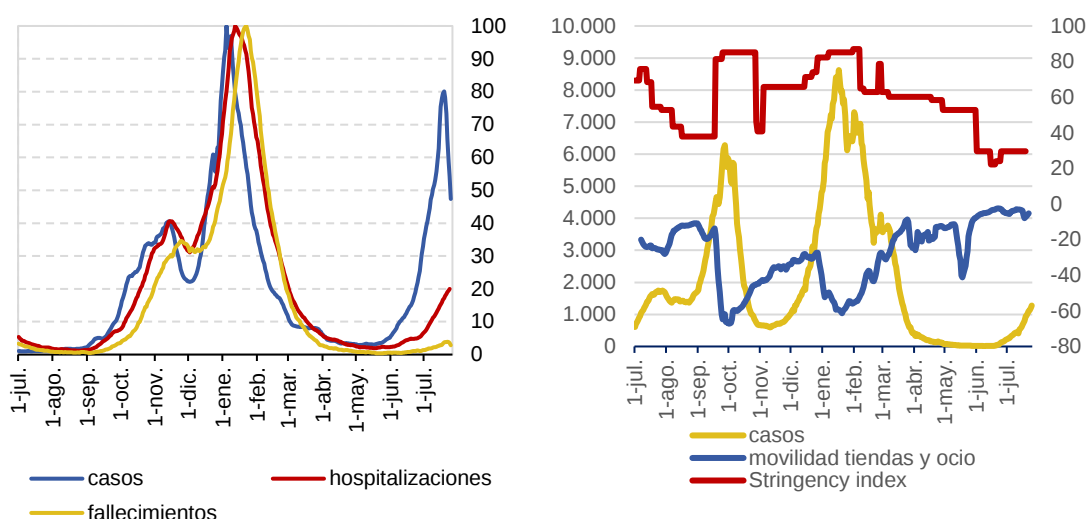
A finales de junio se ha producido en España un brusco aumento de la incidencia, concentrada en las edades entre 10 y 29, al ser éste el colectivo menos vacunado.



Fuente: Ministerio de Sanidad, Consumo y Bienestar Social. [Versión interactiva](#)

El Reino Unido e Israel están más adelantados en el proceso de vacunación y en la difusión de la variante delta, con lo que pueden servir para arrojar luz sobre cómo será la evolución en España. En Inglaterra –donde la variante delta es muy dominante- ha crecido notablemente la incidencia en las últimas semanas, pero las hospitalizaciones y los fallecimientos lo han hecho proporcionalmente mucho menos que en la ola anterior (ver gráfico 23). España podría estar a finales de julio en una situación semejante respecto al grado de inmunización del Reino Unido al principio del mes (aproximadamente 115 dosis por cada 100 habitantes). Por su lado, Israel ya ha reducido notablemente las restricciones y está alcanzando niveles de movilidad semejantes a los anteriores a la pandemia. Las primeras las podemos observar en la evolución del Stringency Index de Oxford¹² y la segunda en los informes de movilidad de Google. El Stringency Index ha disminuido desde 85 en febrero hasta valores por debajo de 30, mientras que la reducción de la movilidad respecto a los valores pre-Covid, que llegaba al 60% en febrero, se sitúa entre el 2% y el 6% en junio (ver gráfico 24). Aunque Israel experimenta también un pequeño repunte en el número de casos, este tampoco afecta a las hospitalizaciones apreciablemente y es de una magnitud moderada, aunque esto indica que mientras haya una parte sustancial de la población sin vacunar, pueden producirse aumentos de la incidencia.

Gráfico 23. Inglaterra: casos, hospitalizaciones y fallecimientos. (Máximo=100). **Gráfico 24. Israel: casos (eje izquierdo), movilidad google y stringency index (eje derecho).**



Fuente: National Health Service, England. [Versión interactiva](#)

Fuente: Our World in Data y Google Community Mobility Report. [Versión interactiva](#)

En consecuencia, incluso aunque la enfermedad se siga transmitiendo –especialmente entre la población sin vacunar- cabe prever que ello se traducirá en aumentos de la hospitalización o de los fallecimientos significativamente menores que en olas anteriores, minimizando su impacto económico.

¹² Elaborado por la Blavatnik School of Government, Oxford: <https://www.bsg.ox.ac.uk/research/research-projects/covid-19-government-response-tracker>.

4.2. INFLACIÓN

A corto plazo, los precios de la energía están provocando un repunte del IPC. Sin embargo, la inflación subyacente sigue en niveles mínimos. A lo largo de 2021, se espera una transición hacia un escenario de normalización del nivel de precios. A partir de marzo de 2020, el *shock* del COVID provocó que los precios energéticos y de algunos servicios alcanzaran mínimos históricos. Como consecuencia de ello, la medición de la inflación en 2021, en términos interanuales, anota tasas más elevadas, afectada por un fuerte efecto base. En los próximos meses, es de esperar que no se acumulen tensiones en el segmento subyacente ya que la progresiva reactivación de la demanda agregada, impulsada por el ahorro atesorado por las familias durante la crisis, podría concentrarse más en el consumo de servicios y, particularmente, en servicios de transporte, hostelería y ocio, que parten de un nivel más bajo. En suma, los precios irán desacelerándose progresivamente: por un lado, el impacto de los precios de la energía irá estabilizándose, a medida que se normalice la recuperación económica y que se diluyan los efectos base, y, por otro lado, la inflación subyacente irá recuperando progresivamente sus niveles pre – COVID.

A medio plazo, es necesario un seguimiento de los desajustes que se están produciendo en ciertos segmentos de oferta y de la evolución del precio de las materias primas para anticipar presiones en los precios de producción, que puedan acabar trasladándose a los precios de consumo. Algunas de estas tensiones de oferta se reflejan en los costes de los fletes marítimos que se han duplicado desde marzo, aunque se encuentran todavía lejos de los niveles registrados en 2004 y 2008. Asimismo, algunas encuestas de sentimiento económico, como los PMIs durante los últimos meses, indican que se están produciendo retrasos en el envío de mercancías y que hay bolsas de escasez de materiales intermedios, lo que presiona al alza los costes de producción que, por ahora parecen haber sido absorbidos a través de márgenes, pero que pueden trasladarse a los precios de consumo en los próximos meses. En lo que respecta al repunte en las materias primas, existen tres factores a considerar y a seguir:

- a. **Factor coyuntural:** como consecuencia del exceso de demanda derivado de una recuperación dinámica a nivel mundial, en un contexto de escasez de inversión como consecuencia de la pandemia.
- b. **Factor financiero:** el repunte en las expectativas de inflación y el consiguiente aumento de los tipos de interés a largo plazo ha provocado una caída del valor de los bonos. Ante este contexto, algunos inversores han optado por empezar a proteger sus carteras frente a posteriores repuntes inflacionistas. Para ello, han decidido aumentar el peso de las materias primas en sus carteras. Estos cambios en la composición de las carteras de inversión se verán alentados por un contexto de elevada liquidez.
- c. **Factor estructural:** el proceso acelerado de transición energética en las principales economías mundiales implica una demanda muy intensiva en ciertas materias primas como el litio, el zinc, entre otras. Este incremento sostenido de la demanda podría tensionar los precios y suponer el inicio de un potente ciclo inversor en las próximas décadas en los mercados de materias primas, para incrementar su oferta.

4.3. HISTÉRESIS

La pandemia del COVID-19 ha tenido un impacto sin precedentes en la actividad económica que se ha caracterizado por su naturaleza asimétrica, afectando especialmente a aquellos sectores económicos más dependientes de la interacción social. Las sociedades no financieras españolas han afrontado esta situación desde una posición de partida de relativa fortaleza tras años de intensa reducción de sus niveles de endeudamiento. En este contexto, la crisis económica desatada en 2020 ha ocasionado un deterioro en los indicadores de solvencia de las empresas en aquellos sectores más afectados por la caída de ingresos.

Sin embargo, la progresiva recuperación de los niveles de actividad pre-pandemia debería traducirse en que los principales indicadores de solvencia vuelvan a niveles cercanos a los observados en 2019 en el corto plazo e incluso entre los sectores más afectados. A nivel agregado, los niveles de deuda neta se han mantenido estables en 2020, dada la sólida capacidad de generación de caja de las empresas, con lo que el deterioro en la solvencia de las sociedades no financieras tiene un carácter transitorio mucho más vinculado a la caída de ingresos (efecto denominador) que al incremento de la deuda neta.

Las medidas de apoyo a la liquidez y la solvencia desplegadas desde marzo de 2020 han mitigado el deterioro de la solvencia empresarial y, con ello, el riesgo de cierre en empresas viables. A pesar de que el deterioro de la solvencia sea transitorio, la existencia de déficits de liquidez en el bienio 2020 - 2021 genera un mayor riesgo de cierre para empresas viables hasta que la recuperación económica permita el reequilibrio de los balances y una menor necesidad para las empresas de recurrir a financiación externa. Además, la destrucción de tejido productivo viable podría desencadenar un círculo vicioso por el canal crediticio a través de un potencial aumento de la mora, que podría traducirse en un incremento de las necesidades de aprovisionamiento de la banca y provocar una reducción del nuevo flujo de crédito que, a su vez, dificultaría la refinanciación de vencimientos financieros ordinarios.

Las medidas de apoyo a la liquidez y la solvencia puestas en marcha desde el inicio de la crisis han sido eficaces para minimizar el riesgo de cierre, ayudando a empresas viables a cubrir los déficits de liquidez generados por la pandemia. Así, en ausencia de las medidas adoptadas, se estima que la pandemia habría provocado un aumento en el porcentaje de empresas con un elevado riesgo de cierre por culpa de déficits de liquidez severos¹³ (del 9% en 2019 al 14% en 2020). Las líneas de avales ICO habrían mitigado en gran medida el deterioro de la posición de liquidez contribuyendo a reducir en 9 puntos porcentuales el número de empresas viables con déficits de liquidez severos (del 14% al 5%), incluso por debajo de los niveles pre-pandemia.

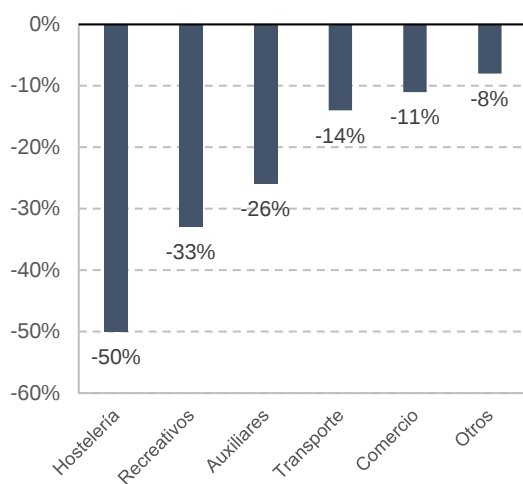
¹³ Situación en que los ingresos no son suficientes para cubrir los costes operativos y financieros (incluyendo pago de vencimientos de deuda financiera).

PANEL 6. Histéresis e insolvencia empresarial

Gráfico 25. Variación de ingresos en 2020

% variación anual, por sector

La pandemia del COVID-19 ha tenido un impacto sin precedentes en la actividad económica que se ha caracterizado por su naturaleza asimétrica...

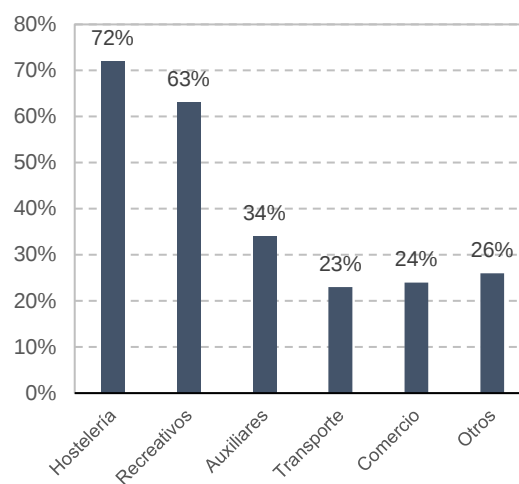


Fuente: AEAT y Ministerio de Asuntos Económicos
[Versión interactiva](#)

Gráfico 26. Empresas con caídas de ingresos en 2020 superiores al 30%

% de empresas afectadas

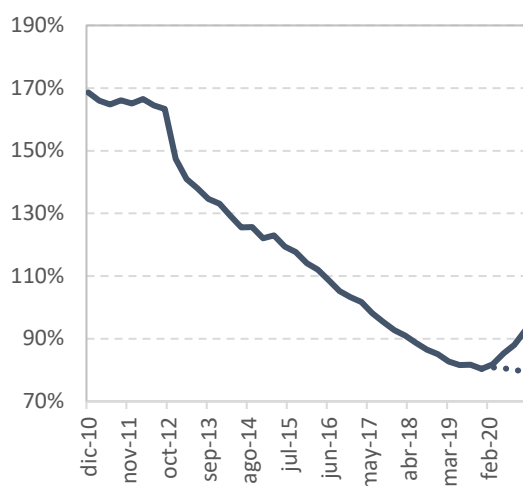
...afectando especialmente a aquellos sectores económicos más dependientes de la interacción social.



Fuente: AEAT y Ministerio de Asuntos Económicos
[Versión interactiva](#)

Gráfico 27. Evolución de la ratio deuda neta/VAB de las SNF 2010 - 2020

Las sociedades no financieras han afrontado esta situación desde una posición de partida de relativa fortaleza tras años de intensa reducción de sus niveles de endeudamiento

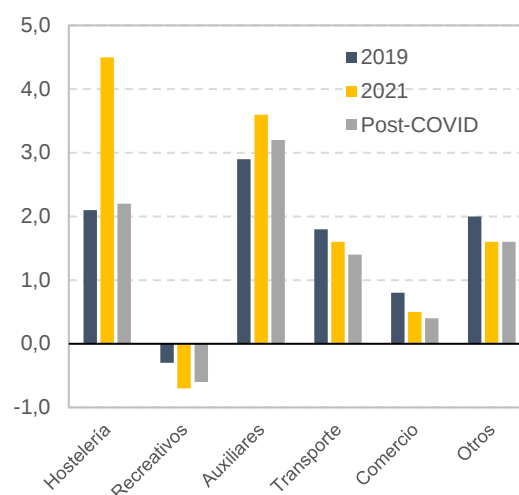


Fuente: Banco de España y Ministerio de Asuntos Económicos. [Versión interactiva](#)

Gráfico 28. Evolución deuda neta/EBITDA de las SNF por sector desde 2019

% sobre empresas viables antes de la pandemia

La crisis del COVID ha ocasionado un deterioro en los indicadores de solvencia de las SNF en aquellos sectores más afectados por la caída de ingresos en 2020..

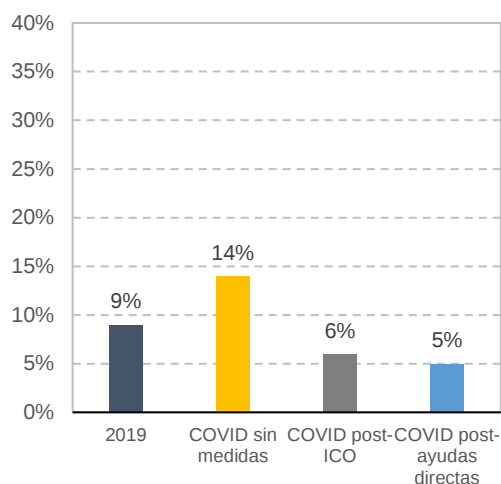


Fuente: Banco de España y Ministerio de Asuntos Económicos. [Versión interactiva](#)

Gráfico 29. Empresas con déficit de liquidez severo¹⁴

% total de empresas viables¹⁵ antes de la pandemia ¹⁶.

se estima que la pandemia habría provocado un aumento en el porcentaje de empresas con un elevado riesgo de cierre por culpa de déficits de liquidez severos (del 9% en 2019 al 14% en 2020)

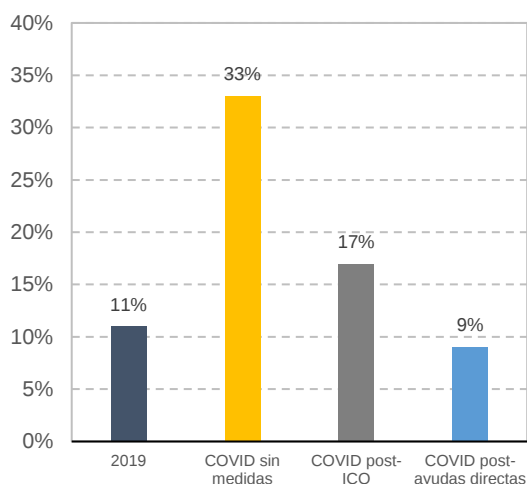


Fuente: Banco de España y Ministerio de Asuntos Económicos. [Versión interactiva](#)

Gráfico 30. Empresas con déficit de liquidez severo.

% total de empresas viables antes de la pandemia y beneficiarias del RDL 5/2021.

No obstante, en algunos sectores muy afectados, el porcentaje de empresas con déficits de liquidez severos seguiría siendo elevado (17%) incluso tras el impacto de las líneas de avales ICO.



Fuente: Banco de España y Ministerio de Asuntos Económicos. [Versión interactiva](#)

A pesar de que el conjunto de medidas ha sido útil para frenar el riesgo de un impacto estructural por los impactos retroalimentados, que hubiese retrasado la recuperación por efecto de la histéresis, todavía persiste un mayor porcentaje de empresas con déficits de liquidez severos en algunos sectores especialmente afectados, de hasta el 17% incluso tras el impacto de las líneas de avales ICO.

Para responder al riesgo diferencial en los sectores más afectados, desde otoño de 2020 se han ido adoptando medidas de alivio de la deuda y refuerzo de balances¹⁷, que se han visto además reforzadas con el paquete de 10.000 millones de euros de ayudas directas para el pago de las deudas acumuladas como consecuencia de la COVID19. Estas ayudas directas podrían reducir hasta en un 50% el porcentaje de empresas que todavía tenían déficits de liquidez severos y un riesgo de cierre elevado (del 17% al 9%).

¹⁴ Los ingresos no son suficientes para cubrir los costes operativos y financieros.

¹⁵ Para ser consistente con los requisitos del RDL 5/2021, se considera que una empresa tenía un modelo de negocio viable previo a la pandemia si su resultado antes de impuestos en 2019 fue positivo.

¹⁶ Se supone que las SNF, al margen del ICO y las ayudas directas, solo pueden acceder a refinanciar vencimientos (a una tasa basada en la media histórica). Ello implica que la cifra de 2019 excluye nuevo crédito. Si incluyéramos el nuevo crédito observado en 2019, el porcentaje de empresas con déficit de liquidez severo se situaría cercano al 0%.

¹⁷ Cabe destacar la ampliación de periodos de pago y de carencia de los préstamos del ICO, la constitución del Fondo de Apoyo a la Solvencia de Empresas Estratégicas, gestionado a través de la SEPI, por importe de 10.000 millones, el establecimiento de moratorias fiscales y de cotizaciones a la seguridad social, así como la moratoria concursal, que implica la suspensión del deber de solicitar la declaración del concurso de acreedores hasta el 31 de diciembre de 2021.

En definitiva, se estima que el impacto conjunto de las líneas de avales ICO y de las ayudas directas devolvería el porcentaje de empresas viables con elevado riesgo de cierre a los niveles pre-pandemia, mitigando fuertemente el efecto de histéresis sobre el tejido productivo viable como consecuencia de la pandemia. Además de reducir el riesgo negativo para la estabilidad económica, financiera y social derivado de un proceso quiebras empresariales de empresas anteriormente viables, todas estas ayudas y medidas de apoyo a la solvencia, contribuyen a evitar la caída de la inversión característica de este tipo de crisis, proporcionando una base sólida para la recuperación de la inversión empresarial, que se ha mantenido en niveles muy reducidos desde la crisis financiera de 2008-2013.

4.4. EJECUCIÓN DEL PLAN DE RECUPERACIÓN, TRANSFORMACIÓN Y RESILIENCIA

El pasado 13 de julio el consejo ECOFIN aprobó mediante decisión de implementación el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia de España. En su propuesta de valoración, la Comisión otorgó la máxima calificación posible y señaló que el Plan responde de manera integral y equilibrada a la situación económica y social de nuestro país, que tendrá un impacto duradero, incrementando la productividad y la cohesión social; que mejorará el nivel de competencias de la población, incluyendo las digitales; que impulsará la innovación y la competitividad y reforzará, por tanto, el crecimiento potencial futuro y la creación de empleo.

El Plan de Recuperación supondrá un volumen de transferencias netas procedentes de la Unión Europea sin precedentes para la economía española y generará un impacto sobre el crecimiento económico y el empleo tanto en el corto como en el largo plazo. El conjunto de reformas e inversiones permitirá impulsar la productividad y el crecimiento económico, alcanzando además objetivos cuantificables concretos, como la digitalización de un millón de pymes, la formación de más de 2,6 millones de personas en competencias digitales, la rehabilitación de más de un millón de viviendas hasta 2030, alcanzar una flota de 250.000 vehículos eléctricos en 2023 y una red de más de 100.000 puntos de recarga.

La ambición del Plan de Recuperación español también se pone de manifiesto en la concentración de su calendario de desembolsos, que implica que un 80% de los fondos llegarán en los años 2021 a 2023, y que exige en primer lugar desplegar un amplio plan de reformas durante los próximos tres años. La agenda de reformas está en marcha y se ha visto impulsada desde febrero de 2020, habiendo ya abordado importantes proyectos en paralelo a la respuesta a la crisis generada por la pandemia, como la Hoja de Ruta del Hidrógeno Renovable, la agenda España Digital 2025 y los siete planes de desarrollo, el Ingreso Mínimo Vital, la regulación del teletrabajo, la Ley Orgánica de Educación o la Ley de Cambio Climático.

Durante 2021, se ha mantenido el elevado ritmo de reformas estructurales. Ha entrado en vigor la Ley de Medidas de Prevención y lucha contra el fraude fiscal y está previsto un importante impulso reformista, con aprobación de las nuevas políticas públicas del mercado de trabajo, medidas para reforzar la suficiencia y sostenibilidad del sistema público de pensiones, la presentación de la ley del Sistema Único Integrado de Formación Profesional, de la reforma concursal, de las Leyes de startups y de Creación y Crecimiento Empresarial,, la Hoja de Ruta de la energía eólica marina, la

Estrategia Nacional de Autoconsumo, la Estrategia de Movilidad sostenible, la Ley General de Telecomunicaciones, la Ley de Comunicación Audiovisual o la Ley de Vivienda, entre otras.

En paralelo a la agenda de reformas, el Plan de Recuperación prevé un total de 110 inversiones movilizadas a través de las transferencias recibidas en el periodo 2021 a 2023, y cuyos primeros pasos para su ejecución ya están teniendo lugar. Se han publicado 24 invitaciones a manifestación de interés para identificar los proyectos relevantes y los agentes que puedan tener un papel importante en la ejecución de estas inversiones, siendo las más recientes las relacionadas con Proyectos Importantes de Interés Común Europeo como microelectrónica, infraestructuras y servicios en la nube. También se han producido importantes transferencias a las Comunidades Autónomas para que, en el marco de sus competencias, puedan empezar a desplegar las inversiones del Plan, en el ámbito de la transición ecológica (por ejemplo para desarrollar el Plan Moves III o el Plan de saneamiento de depuración de aguas), de la protección social (incluyendo en materia de Economía de los Cuidados), de la justicia (Proyecto 0 de Justicia 2030 para la implantación de infraestructuras digitales interoperables) o de la rehabilitación de vivienda. En paralelo, por parte del Estado, se ha lanzado ya la licitación de obras y servicios, por ejemplo, en el ámbito de la restauración ambiental de zonas degradadas por la minería del carbón y de infraestructuras de transporte, principalmente ferroviario, así como la convocatoria de ayudas en el ámbito de la ciencia o en el sector audiovisual. Con el fin de impulsar la transformación de sectores clave, se ha puesto en marcha un proceso de Proyectos Emblemáticos para la Recuperación y Transformación Económica. El primero de ellos (PERTE VEC), se ha aprobado para que España sea uno de los países que lideren el despliegue de la industria del vehículo eléctrico y conectado en Europa.

La absorción de los fondos y la ejecución de los proyectos de inversión constituirán un reto de gestión en los próximos años, pero se han tomado medidas para asegurar agilidad en su despliegue y al mismo tiempo que los fondos sean gastados adecuadamente. El Real Decreto-Ley 36/2020, del 30 de diciembre, estableció medidas para asegurar la eliminación de riesgos de corrupción y fraude, con un estrecho seguimiento y control del proceso de ejecución y al mismo tiempo se reforzaron los recursos materiales y humanos de las autoridades responsables del Plan de Recuperación. Además, se han introducido especialidades en materia de contratación, tramitación de convenios, subvenciones o consorcios y se han creado instrumentos para fomentar la colaboración público-privada. Por último, se han creado órganos de gobernanza para asegurar un proceso participativo que incluya y tenga en cuenta las propuestas de los principales agentes sociales, económicos y políticos y al mismo tiempo sirva como mecanismo de coordinación entre los distintos niveles de la Administración.

5. POSICIÓN CÍCLICA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Con objeto de analizar la situación cíclica de la economía española, el presente informe proporciona estimaciones del producto potencial y de la brecha entre la producción efectiva y la potencial (**output gap**), siguiendo la metodología de la función de producción utilizada por la Comisión Europea y acordada en el seno del Grupo de Trabajo del Output Gap. El cuadro 5 recoge las tasas de crecimiento observadas y previstas para el PIB real, el crecimiento del PIB potencial estimado hasta 2024 y la evolución del output gap. El PIB potencial, tras el mínimo de su crecimiento en 2020 se acelera progresivamente en los años siguientes y la fuerte recuperación esperada del crecimiento del PIB lleva rápidamente a un cierre de la brecha de producción en 2023.

El cálculo del PIB potencial tiene por objeto estimar la tasa de referencia que, en circunstancias normales, limita junto con el deflactor del PIB el crecimiento en términos nominales del gasto público computable. En este momento, la aplicación de la cláusula de salvaguardia permite desviarse de las reglas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento por lo que estas cifras no tienen el carácter limitativo que presentan habitualmente. Además, conviene señalar desde un punto de vista puramente económico que las limitaciones habituales de la metodología de la Comisión se han visto aumentadas en los años 2020 y 2021, dado que la introducción de los ERTE ha alterado la relación entre el PIB y la tasa de paro, así como con los ingresos fiscales: La metodología común, por el momento recoge de modo imperfecto este cambio, afectando a las estimaciones de crecimiento potencial y, en consecuencia, a la tasa de referencia.

Cuadro 5. PIB potencial y output gap

% variación anual, excepto output gap (1)

	PIB real	PIB potencial	Output Gap (%)
2020	-10,8	0,6	-10,2
2021	6,5	1,3	-5,5
2022	7,0	1,7	-0,6

(1) NAWRU calculada con Curva de Phillips *forward-looking* no centrada

Fuente: INE y Ministerio de Asuntos Económicos

El Cuadro 6 recoge la estimación de la tasa de referencia asociada, que establece el límite teórico a la variación del gasto computable de la Administración Central, de las Comunidades Autónomas y de las Corporaciones Locales. Para obtener dicha tasa, se calcula cada año la media de los crecimientos reales potenciales de dicho año, los cinco anteriores y los cuatro posteriores, obteniéndose así la tasa de referencia real. Para los años posteriores a 2024, los crecimientos potenciales se han obtenido aplicando la metodología t+10 de cálculo del PIB potencial aprobada en el seno del Grupo de Trabajo del Output Gap. En línea con la metodología de desarrollo de la Ley de Estabilidad, los crecimientos de los deflatores utilizados para pasar de la tasa de referencia real a la nominal se corresponden con el valor menor entre el 2% y la tasa del deflactor del PIB prevista o efectivamente realizada cada año, según la Contabilidad Nacional.

Cuadro 6. Tasas de referencia reales y nominales

% variación anual

	2020	2021	2022
Tasa de referencia real	1,1	1,2	1,3
Tasa de referencia nominal	2,2	2,4	2,9

Fuente: Ministerio de Asuntos Económicos