

### 3. ESCENARIO MACROECONÓMICO 2021-2022

El escenario macroeconómico que acompaña a los PGE para 2022 cuenta con el aval de la AIReF, en cumplimiento del artículo 14 de la Ley Orgánica 6/2013, de 14 de noviembre, de creación de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, y del artículo 4 de la Directiva 2011/85/UE del Consejo, de 8 de noviembre de 2011, sobre los requisitos aplicables a los marcos presupuestarios de los Estados miembros.

El escenario macroeconómico está basado en la evolución y tendencias recientes de la economía española descritas con anterioridad, con la información disponible hasta el momento. Las hipótesis se han obtenido a partir de los supuestos incluidos en las proyecciones del Banco Central Europeo (BCE), las previsiones del Banco de España y en estimaciones propias del Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

#### Hipótesis técnicas del escenario macroeconómico

En lo que se refiere al contexto internacional, el escenario macroeconómico se sustenta en unas hipótesis de recuperación del crecimiento mundial en 2022. Las previsiones del BCE sobre la economía mundial excluida la zona euro apuntan a un crecimiento del 4,5 por ciento en 2022. De igual modo, la zona euro experimentará una aceleración en 2022, hasta el 4,6 por ciento.

En línea con la reactivación del crecimiento de nuestros principales socios comerciales, los mercados españoles de exportación en 2022 experimentarán una intensa recuperación alcanzando un 6,4 por ciento.

En línea con la previsión del BCE, se supone una evolución creciente de los tipos de interés a largo plazo pasando del 0,5 por ciento en 2021 al 0,9 por ciento en 2022. Por su lado, los tipos a corto plazo permanecen en negativo y estables durante 2021-2022.

En cuanto a la evolución del tipo de cambio, y en línea con el BCE, se mantendrá la apreciación del euro en 2022, hasta alcanzar los 1,2 dólares/euro.

**HIPÓTESIS BÁSICAS DEL ESCENARIO 2020-2022***Variación en % sobre el año anterior, salvo indicación en contrario*

| Conceptos  | 2020  | 2021 | 2022 | Fuente    |
|--|-------|------|------|-----------|
| <b>Demanda mundial</b>                                       |       |      |      |           |
| PIB mundial, excluida la zona euro                           | -2,4  | 6,3  | 4,5  | BCE       |
| PIB zona euro  | -6,8  | 4,6  | 4,7  | BCE       |
| Mercados españoles   | -10,9 | 8,6  | 6,4  | BdE       |
| <b>Tipo de cambio</b>  |       |      |      |           |
| Dólares por euro   | 1,1   | 1,2  | 1,2  | MAETD     |
| <i>Apreciación (+) o depreciación (-) euro en porcentaje</i> | 0     | 9,1  | 0    | "         |
| <b>Precio petróleo "Brent"</b>                               |       |      |      |           |
| Dólares/barril   | 42,3  | 71,6 | 60,4 | ICE Brent |
| <i>Variación porcentual</i>                                  | -33,7 | 43,7 | -4,3 | "         |
| Euros/barril   | 38,5  | 61   | 56,7 | "         |
| <i>Variación porcentual</i>                                  | -33,8 | 58,4 | -7   | "         |
| <b>Tipos de interés</b>                                      |       |      |      |           |
| Corto plazo (euribor a tres meses)                           | -0,4  | -0,5 | -0,5 | BCE       |
| Largo plazo (deuda diez años)                                | 0,4   | 0,5  | 0,9  | MAETD     |

Fuentes: Banco Central Europeo (BCE), Banco de España (BdE) y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital (MAETD)

Respecto a los precios de las materias primas, desde marzo de 2021 el petróleo Brent ha mostrado una tendencia ascendente con cotizaciones por encima de los 70 dólares por barril. No obstante, en 2022 se espera una ligera moderación en los precios del petróleo hasta situarse en torno a los 60 dólares por barril.

**Análisis del escenario macroeconómico 2021-2022**

Se mantienen las previsiones de crecimiento para el bienio 2021- 2022, fijadas en el Programa de Estabilidad 2021-2024 de abril, del 6,5 por ciento y el 7 por ciento, respectivamente, una vez incorporada la información de la Contabilidad Nacional del primer semestre, y a tenor de toda la información de alta frecuencia disponible desde entonces. Estas tasas se encuentran entre las más elevadas de los países desarrollados, según las previsiones de los organismos internacionales. 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 2022.

La sorpresa positiva registrada por el consumo privado en el segundo trimestre ha provocado una ligera revisión al alza de la previsión para el conjunto de 2021, hasta alcanzar una tasa de crecimiento del 8,0 por ciento en 2021, manteniéndose la previsión de un crecimiento del 6,9 por ciento en 2022. La recuperación del consumo se ha anticipado gracias al avance en el proceso de vacunación, la positiva evolución del empleo y la intensa reactivación del sector servicios. Esta evolución provocará, a su vez, una progresiva reducción de los niveles de ahorro acumulados por los hogares durante la pandemia, alcanzándose tasas de ahorro similares a las de 2019 a partir de 2023.

Se mantiene la previsión de un fuerte crecimiento de la inversión en bienes de equipo, en el 16,5 por ciento en 2021 y 18,3 por ciento en 2022, sin cambios respecto al Informe de Situación. En contraposición, se revisa ligeramente a la baja la previsión de inversión en construcción, a la luz de la evolución en el primer semestre del año de las señales mixtas acerca de la evolución futura del sector. Mientras que el empleo y el consumo de cemento evolucionan a buen ritmo, la inversión se mantiene por debajo de los niveles pre-COVID. Se revisa así a la baja el crecimiento de la inversión en construcción para 2021, hasta el 3 por ciento.

El sector exterior mostrará un elevado dinamismo en 2021, con un incremento de las exportaciones totales del 10 por ciento y de las importaciones del 10,3 por ciento. De acuerdo con los datos de la Contabilidad Nacional de los dos primeros trimestres, 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. 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 inferior al 50 por ciento respecto al nivel registrado en 2019, y una recuperación del turismo nacional del 75 por ciento respecto al 2019. En cuanto a las importaciones, éstas se verán impulsadas por el consumo privado y la inversión derivada de los fondos europeos.

En términos de composición del crecimiento, la demanda interna liderará la recuperación de la economía española en el bienio 2021-2022 con una contribución al crecimiento de 6,5 p.p. y 6,7 p.p., respectivamente. Por su parte, el sector exterior también contribuirá de forma positiva al crecimiento del PIB, en 0,1 p.p. en 2021 y 0,2 p.p. en 2022.

La mayor actividad económica y, sobre todo, la reactivación del sector servicios se trasladarán al mercado laboral con un aumento de la ocupación y una reducción del desempleo. Teniendo en cuenta la evolución más reciente de los indicadores laborales en términos de afiliación, ERTE y ceses de actividad, se prevé un crecimiento del empleo en 2022 del 2,7 por ciento. Esta positiva evolución del empleo permitirá que la tasa de paro se sitúe en 2021 en el 15,2 por ciento y continúe descendiendo hasta el 14,1 por ciento en 2022. Por consiguiente, a lo largo de 2022 se prevé alcanzar tasas de paro trimestrales similares a las registradas en 2019.

Tras ocho meses de tasas interanuales negativas de inflación en 2020, y la estabilización de los precios a principios de año, la inflación rebotó en la primera mitad del año 2021 hasta superar el 3 por ciento interanual durante el verano. Esta evolución se debe al incremento de los precios energéticos, en parte por el efecto base que genera la comparación con los niveles mínimos históricos a los que cayeron en 2020. Por otro lado, el rebote también obedece al propio impulso de la recuperación económica mundial, que presiona al alza los precios energéticos, en particular del gas y el petróleo, y provoca fricciones en la respuesta de la oferta al rápido aumento de la demanda. Sin embargo, se prevé que el repunte en los precios sea temporal y vaya diluyéndose hacia finales de 2021 e inicios de 2022, como consecuencia de la estabilización de los precios de la energía, la desaparición de los efectos base y la relajación de los cuellos de botella en la oferta.

Por su parte, la senda de crecimiento del deflactor del PIB para el bienio 2021-2022 se mantiene en 1,2 por ciento y 1,5 por ciento, respectivamente. El repunte del deflactor del consumo en 2021 se ve compensado por una revisión al alza del deflactor de las importaciones debido al incremento de los precios energéticos y por la revisión a la baja del deflactor de la inversión en construcción, ya que los precios de la vivienda crecieron menos de lo esperado.

## ESCENARIO MACROECONÓMICO

SEC-2010. Variación en % sobre el año anterior, salvo indicación en contrario

| Conceptos  | 2020          | 2021          | 2022          |
|--|---------------|---------------|---------------|
| Gasto en consumo final nacional                                | -8,2          | 6,4           | 5,4           |
| <i>Gasto en consumo final nacional privado (a)</i>             | -12           | 8,0           | 6,9           |
| <i>Gasto en consumo final de las AA.PP.</i>                    | 3,3           | 2,5           | 1,5           |
| Formación bruta de capital                                     | -11,4         | 7,1           | 12,2          |
| Variación de existencias (contribución al crecimiento del PIB) | -0,3          | 0,0           | 0,0           |
| Demanda nacional (contribución al crecimiento del PIB)         | -8,6          | 6,5           | 6,7           |
| Exportación de bienes y servicios                              | -20,1         | 10            | 10,3          |
| Importación de bienes y servicios                              | -15,2         | 10,3          | 10            |
| Saldo exterior (contribución al crecimiento del PIB)           | -2,2          | 0,1           | 0,2           |
| <b>PIB</b>   | <b>-10,8</b>  | <b>6,5</b>    | <b>7,0</b>    |
| <b>PIB a precios corrientes: miles de millones de euros</b>    | <b>1121,9</b> | <b>1209,1</b> | <b>1312,6</b> |
| <b>% variación</b>   | <b>-9,8</b>   | <b>7,8</b>    | <b>8,6</b>    |
| <b>PRECIOS (% variación)</b>                                   |               |               |               |
| Deflactor del PIB  | 1,1           | 1,2           | 1,5           |
| <b>Costes laborales, empleo y paro (% de variación)</b>        |               |               |               |
| Remuneración (coste laboral) por asalariado                    | 1,4           | 0,9           | 1,5           |
| Empleo total (b)   | -7,6          | 4             | 2,7           |
| Productividad por ocupado (b)                                  | -3,5          | 2,4           | 4,2           |
| Coste laboral unitario   | 5             | -1,5          | -2,5          |
| <b>Pro memoria (Encuesta de Población Activa)</b>              |               |               |               |
| Tasa de paro (% de la población activa)                        | 15,5          | 15,2          | 14,1          |
| <b>Sector exterior (porcentaje del PIB)</b>                    |               |               |               |
| Saldo operaciones corrientes con el resto del mundo            | 0,6           | 0,3           | 0,8           |
| Capacidad (+) necesidad (-) de financiación frente resto mundo | 1,1           | 2,1           | 2,8           |

(a) Incluye a los hogares y a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares

(b) Puestos de trabajo equivalente a tiempo completo

Fuentes: INE y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital

## 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 económica<sup>2</sup>. 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 Indicators<sup>3</sup>), de la OCDE (Better Life Initiative<sup>4</sup>) o del Banco Mundial (Data for Better Lives<sup>5</sup>).

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 de manera notable el impacto social negativo de la crisis. Aunque no se dispone aún de los datos desagregados por niveles de renta, la respuesta de política económica ha evitado que se produzca un retroceso en términos de desigualdad. Diversos estudios<sup>6</sup> estiman que las medidas de respuesta a la pandemia 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, la reducción de la desigualdad de la acción pública habría superado los 8,5 pp. Los indicadores relacionados con la pobreza, como el número de personas en hogares sin empleo, empeoraron en 2020, pero la evaluación del impacto neto debe incorporar la mejoría del empleo desde el inicio de la recuperación y, sobre todo, el despliegue del Ingreso Mínimo Vital.

---

<sup>2</sup> 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.

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

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

<sup>5</sup> <https://wdr2021.worldbank.org/>

<sup>6</sup> CaixaBank Research, *Inequality Tracker*, a partir de datos internos de CaixaBank. <https://inequality-tracker.caixabankresearch.com/>. Ver también CEPR *Real-Time Inequality and the Welfare State in Motion: Evidence from COVID-19 in Spain* [https://cepr.org/active/publications/discussion\\_papers/dp.php?dpno=15118](https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=15118)

En el contexto de recuperación económica como el actual es importante no solo el crecimiento, sino cómo se crece. En este sentido, y como aproximación cualitativa, el cuadro de indicadores económicos complementarios incluye una selección de indicadores de las cuatro grandes dimensiones: la dimensión verde de transición ecológica, la dimensión digital, la de igualdad de género y la dimensión social. Como se puede ver en el Cuadro II.2.3, se observa una clara mejora en la dimensión verde en los últimos cuatro años, con la constante reducción en las emisiones de gases de efecto invernadero y un aumento del peso de las renovables en la generación de electricidad. En el caso de la transformación digital, España es uno de los países europeos con mayor cobertura de conexión de banda ancha, mostrando un gran esfuerzo en la infraestructura digital, y una mejora en el porcentaje de población que tiene habilidades digitales avanzadas. Por el lado de la igualdad de género, la reducción de la brecha en la tasa de actividad y la mejora del indicador de presencia de las mujeres en puestos directivos colocan actualmente a España como uno de los países europeos con mayor igualdad entre hombres y mujeres. Sin embargo, los indicadores de cohesión social señalan una necesidad de esfuerzo tanto para seguir con la reducción de las tasas de abandono educativo temprano como en la atención a los hogares con todos sus miembros en paro.

**Indicadores económicos 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] | Mujeres en puestos directivos | Abandono educativo temprano[9] | Personas en hogares sin empleo[10] |  |
| <b>2017</b> | 94                   | 32,40%                                   | 82,70%                         | 32,00%                          | 10,1                                  | 30,60%                        | 18,30%                         | 11,40%                             |  |
| <b>2018</b> | 93                   | 38,40%                                   | 86,10%                         | nd                              | 10,2                                  | 32,10%                        | 17,90%                         | 10,40%                             |  |
| <b>2019</b> | 87                   | 37,60%                                   | 91,20%                         | 36,10%                          | 9,5                                   | 33,20%                        | 17,30%                         | 9,70%                              |  |
| <b>2020</b> | 76                   | 44,20%                                   | 95,3                           | 41,10%                          | 9,3                                   | 35,00%                        | 16,00%                         | 11,20%                             |  |

Top 5
Mejor
Similar
Peor
5 Inferiores

Comparativa respecto a la media de la UE

Mejora el bienestar

Empeora el bienestar

Fuente: Ministerio de Asuntos Económicos a partir de datos de Eurostat, INE, FMI y REE3

<sup>7</sup> Índice de emisiones de gases de efecto invernadero. Base 2010. FMI

<sup>8</sup> Diferencia entre la tasa de actividad de hombres y mujeres

<sup>9</sup> Población entre 18 y 24 años con estudios secundarios o inferiores que no se está formando

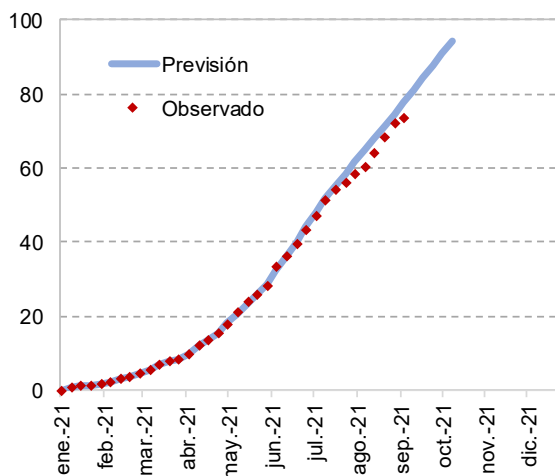
<sup>10</sup> Población entre 18 y 59 años que vive en hogares donde nadie trabaja

## Riesgos asociados al escenario

### *Evolución de la pandemia*

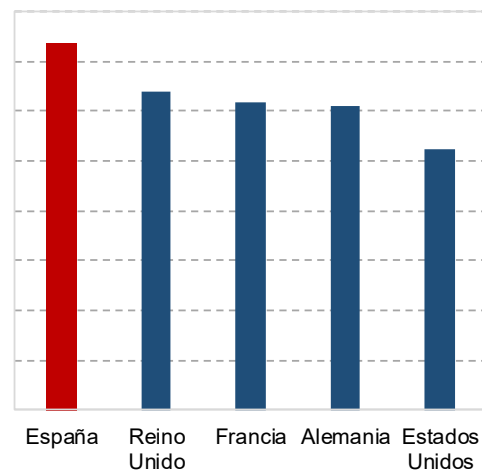
El pasado 6 de abril, se fijó como principal objetivo la vacunación del 70 por ciento de la población. El intenso proceso de vacunación ha permitido alcanzar dicho objetivo el pasado 31 de agosto, siendo España uno de los primeros países en conseguir este hito. Actualmente (con datos a 8 de septiembre), están vacunadas con pauta completa 34,4 millones de personas, el 81,7 por ciento de la población objetivo. España es el séptimo país del mundo con una mayor fracción de su población vacunada con pauta completa y el primero de los grandes, por delante de Reino Unido, Francia, Alemania, Italia y EEUU.

**Gráfico. 16. SUMINISTRO DE VACUNAS ACUMULADO**  
Millones de dosis



Fuente: Ministerio de Sanidad y elaboración propia

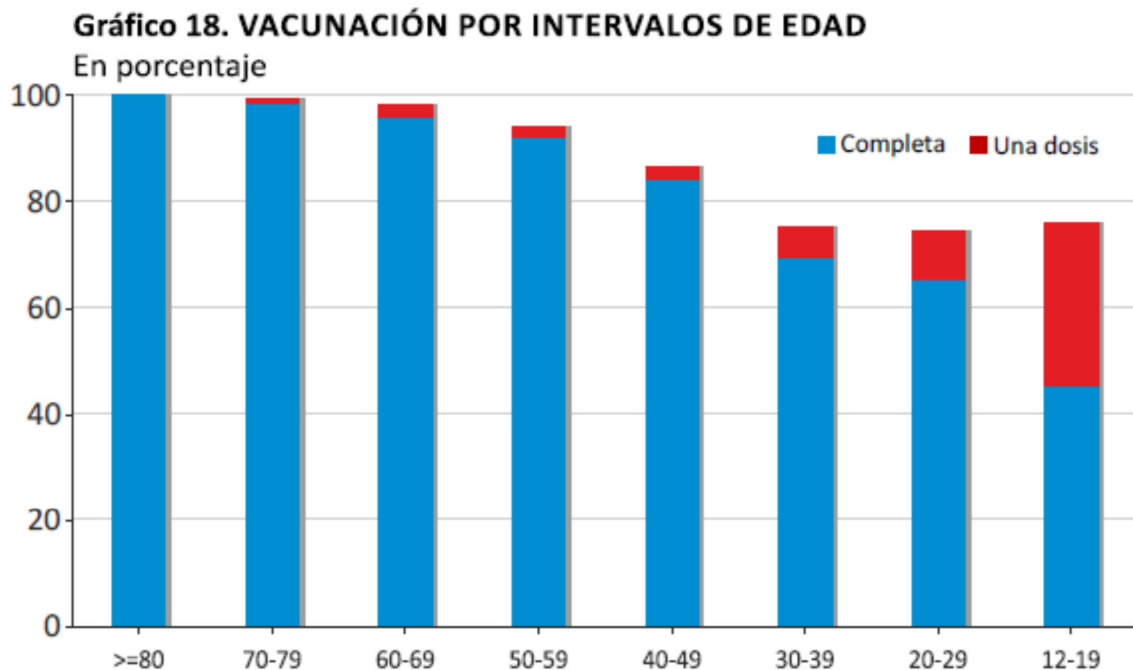
**Gráfico 17. PERSONAS CON PAUTA COMPLETA**  
En porcentaje



Fuente: Our World in Data

En todos los intervalos decenales por encima de los 50 años, más del 90 por ciento de las personas tienen la pauta completa. El nivel es algo más bajo en los intervalos inferiores, aunque se sitúa cerca del 75 por ciento para una dosis en todos ellos.





Fuente: Ministerio de Sanidad

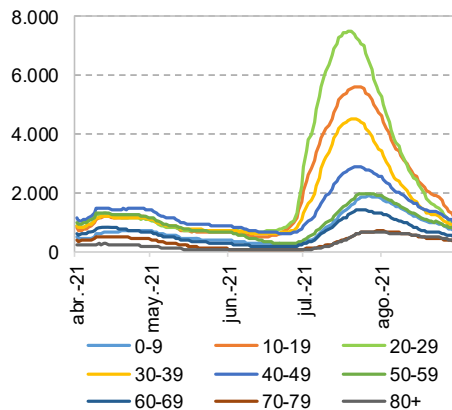
Se estima que la protección frente a casos que requieren hospitalización con las dos dosis es del 92 por ciento en el caso de AstraZeneca/Oxford y 96 por ciento para la de Pfizer/BioNTech. La reducción de la infección es del 59 por ciento y 88 por ciento respectivamente<sup>11</sup>.

Desde finales de junio se ha registrado un aumento de la incidencia, y en mayor medida entre las personas más jóvenes, cuyos segmentos de población poseían bajos niveles de vacunación al principio del verano. Sin embargo, los efectos han sido muy diferentes de los de las olas anteriores. La hospitalización y los fallecimientos se han seguido concentrando en personas mayores, con sólo un 3,2 por ciento de los casos requiriendo hospitalización, un 0,3 por ciento ingreso en UCI y un 0,3 por ciento llevó al fallecimiento del paciente, frente a fracciones del 7 por ciento, 0,7 por ciento y 1,7 por ciento respectivamente en la ola que comenzó a finales de diciembre de 2020.

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

**Gráfico 19. CASOS POR INTERVALOS DE EDAD**

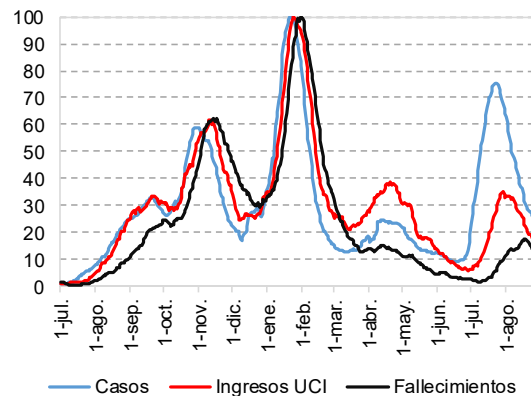
Número de casos



Fuente: Ministerio de Sanidad

**Gráfico 20. CASOS, INGRESOS EN UCI Y FALLECIMIENTOS**

En porcentaje respecto a máximo



Fuente: ISCIII y elaboración propia

Por consiguiente, el menor impacto, en términos hospitalarios, permitió controlar mejor el repunte de la incidencia, produciéndose así una menor reducción de la movilidad. En este sentido, el Stringency Index<sup>12</sup> de la Universidad de Oxford apenas creció en el verano, manteniéndose en niveles inferiores a los 50 puntos que no se observaban desde julio de 2020. El Google Community Mobility Report en la modalidad de tiendas y ocio indica que durante el verano la movilidad ha estado en niveles del 90 por ciento o más respecto a febrero de 2020. Esta movilidad tampoco se había observado más que ocasionalmente algunos días de agosto de 2020.

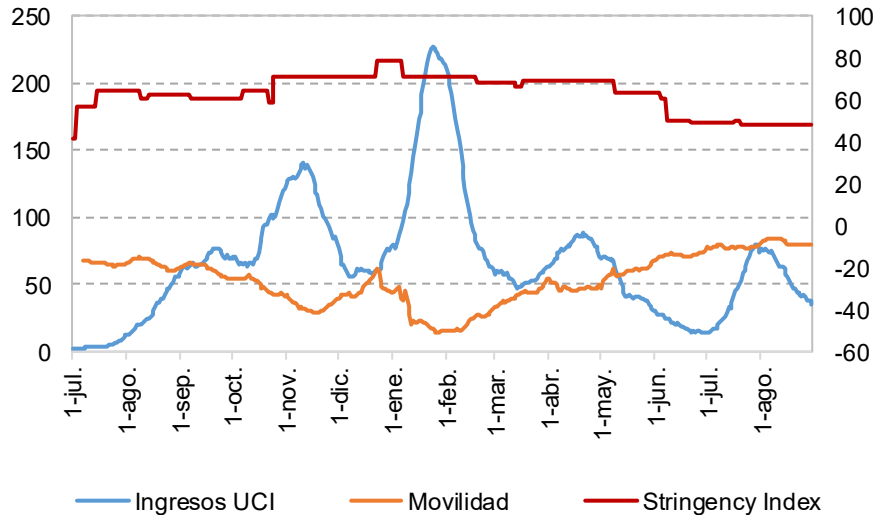
Los datos de los últimos meses indican que la vacunación y la inmunidad natural facilitan la contención con medidas suaves. En ausencia de nuevas variantes o una evolución diferente del virus, es esperable que se continúe en esa dirección hasta que el virus pase a una fase endémica en la que, como otros, las personas desarrollen una respuesta inmune desde edades tempranas<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Este indicador mide en una escala de 0 a 100 la intensidad de las restricciones contra la Covid-19. Para ello, el indicador combina sub-indicadores cualitativos asociados a nueve ámbitos: enseñanza, centros de trabajo, actos públicos, reuniones, transporte público, confinamiento domiciliario, movilidad, viajes internacionales e información pública.

<sup>13</sup> Torjesen, Ingrid. "Covid-19 will become endemic but with decreased potency over time, scientists believe." *BMJ: British Medical Journal* 372 (2021).

**Gráfico 21. INGRESOS EN UCI (eje izquierdo), MOVILIDAD Y STRINGENCY INDEX**

Número de casos, porcentaje de reducción respecto a febrero 2020 y escala 0-100



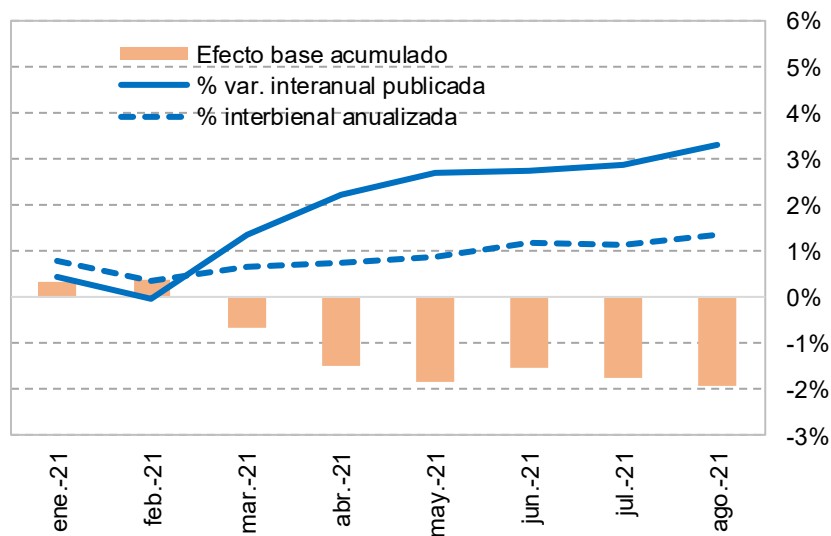
Fuente: ISCIII, Google Community Moility Report y Oxford Covid Response Tracker

**Inflación**

El índice de precios de consumo (IPC) está rebotando en los últimos meses, alcanzando en agosto una tasa de crecimiento interanual del 3,3 por ciento. Más de la mitad de esa tasa se explica por efectos base asociados a las fuertes caídas de precios al inicio de la pandemia, inicialmente los energéticos, a los que más tarde se sumó la subyacente a través de los precios turísticos. Una forma de depurar estos efectos base es analizar la tasa de variación interbienio anualizada, que describe un perfil más suave y muestra que los efectos base permiten explicar más de la mitad de la tasa de crecimiento interanual del IPC (gráfico 22).

**Gráfico 22. IPC GENERAL**

En porcentaje de variación y efecto base en pp



Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, también se observan presiones contemporáneas sobre los precios, en particular los energéticos. Con datos desagregados disponibles hasta agosto, el incremento acumulado desde diciembre de 2020 se situó en el 2,2 por ciento, subida superior a la del mismo periodo de otros años. En este comportamiento, el petróleo y la electricidad permiten explicar en torno a un punto porcentual cada uno.

Por lo que respecta al petróleo, se sitúa desde junio en torno a los 70 dólares, una subida del 40 por ciento respecto a la cotización de finales de 2020 (40 dólares). En julio llegó a superar los 77 dólares, el mayor nivel desde octubre de 2018. Esta evolución se explica por la progresiva recuperación de la demanda mundial y la reactivación de los viajes y el turismo, a lo que se han sumado las restricciones de oferta mantenidas por la OPEP en los últimos meses. El mercado de futuros de petróleo muestra estabilidad en los próximos meses, registrando incluso un ligero descenso hasta los 60 dólares barril en 2022.

El factor que más ha presionado al alza el precio de la electricidad en los mercados mayoristas es la cotización del gas, materia prima utilizada en la generación eléctrica y cuyo precio se ha multiplicado por más de cuatro en el último año, impulsado por la recuperación global y factores geopolíticos. En cuanto al coste de emitir CO<sub>2</sub>, se sitúa en la UE en niveles correspondientes a las previsiones para 2030 y más de diez veces superiores a los que cotizaban los derechos en 2017.

La inflación subyacente repuntó cuatro décimas en julio, hasta el 0,6 por ciento interanual (0,7 por ciento en agosto según el avance publicado por el INE), si bien esta evolución se explicó en gran parte por un efecto base asociado al descenso un año antes de los precios de alojamiento, provocada por la pandemia, frente al incremento de este año.

A corto plazo es de esperar que no se acumulen tensiones en el componente 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, en particular, en servicios de transporte, hostelería y ocio, sectores con una elevada holgura productiva.

Por otra parte, las dificultades que experimentan las cadenas globales de suministro en forma de retrasos en las entregas y escasez de materiales, podría acabar traduciéndose en repuntes de la inflación si los desajustes se prolongan en el tiempo.

### **Histéresis**

En línea con lo señalado en el Recuadro 1 las sociedades no financieras han afrontado el shock provocado por la pandemia del COVID-19 desde una posición de partida de relativa fortaleza tras años de intensa reducción de sus niveles de endeudamiento. La crisis económica desatada en el año 2020 ha ocasionado un deterioro en los indicadores de solvencia de las sociedades no financieras en aquellos sectores más afectados por la caída de ingresos. Sin embargo, la progresiva recuperación de los niveles de actividad pre-pandemia debería consolidar la recuperación de los principales indicadores de solvencia.

Las medidas de apoyo empresarial adoptadas desde el inicio de la pandemia han sido claves para asegurar el flujo de crédito y cubrir las necesidades de liquidez del sector empresarial en un entorno de elevada incertidumbre y riesgo de restricción de crédito.

Con todo, el impacto en el tejido empresarial español a medio plazo dependerá de la recuperación de la actividad económica. Para algunas empresas sobreendeudadas a causa de la pandemia o con una peor posición financiera de partida y pertenecientes a sectores más afectados persisten algunos riesgos vinculados a la vulnerabilidad financiera.