

## Capacidad de transformación e impacto macroeconómico del NGEU

### Los Planes de Recuperación y su capacidad para transformar la economía

Mientras escribimos estas líneas, la Comisión Europea está ratificando los Planes de Recuperación y Resiliencia (PRR) de los Estados miembros de la UE, lo que representa el pistoletazo de salida para la distribución de los fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), el principal componente del Fondo de Recuperación Next Generation EU (NGEU), y que otorgará 312.500 millones de euros en transferencias y 360.000 millones en préstamos. Pero recibir los fondos no significa tener acceso a una barra libre de dinero: desde el primer desembolso, la Comisión monitorizará la ejecución de los proyectos y la implementación de las reformas incluidas en los PRR, y determinará si la financiación sigue llegando, o no, a cada uno de los países.

Por tanto, resulta clave que la ejecución de los proyectos se ajuste a las medidas y a los plazos recogidos en los PRR, cuyas principales características para los cuatro grandes economías y Portugal se resumen en la primera tabla. La disparidad en las cifras refleja el desigual acceso a los recursos del MRR, diseñado para garantizar un mayor apoyo financiero a aquellos países que han sufrido un mayor impacto por la COVID-19. Esto explica que Italia, España y Portugal sean las más beneficiadas en el reparto. En cuanto a la solicitud de préstamos y subvenciones, España desglosa en su PRR únicamente el uso de las subvenciones, dejando abierta la posibilidad de solicitar préstamos a partir de 2022, a diferencia de Alemania y Francia, que descartan solicitarlos. Por su parte, Italia cuenta con acceder al total de las subvenciones asignadas y al total de préstamos, mientras que Portugal incorpora en su Plan el total de subvenciones, pero solo un 20% del total de créditos a los que podría acceder. En lo que respecta a cómo se gastarán los fondos, la Comisión impuso que como mínimo el 37% se destine a proyectos de transición ecológica y el 20% a proyectos de transformación digital, requisitos que cumplen los distintos planes, aunque con diferencias.

Por ejemplo, Alemania destinará el 52% a digitalizar su economía (más del doble de lo exigido por Bruselas), seguida de España (28%), mientras que Francia se volcará en la economía verde (46%).

Las inversiones propuestas para lograr las distintas metas también difieren entre países, aunque se pueden perfilar las principales tendencias, que quedan recogidas en el gráfico. Los proyectos de movilidad sostenible recibirán la mayor proporción de fondos (entre el 28% en Alemania y el 16% en Francia), salvo en Portugal, que destinará a la construcción casi el 20% de los fondos (considerando nueva construcción y programas de apoyo al acceso a la vivienda, así como renovación energética de los edificios). Por otra parte, tanto España como Italia son las únicas que contemplan inversiones para modernizar y aumentar la competitividad del sector turístico (5,0% y 2,0% del total, respectivamente), uno de los más afectados y que antes de la pandemia suponía en torno al 12%-13% del PIB en ambos países.

Los PRR también incluyen reformas basadas en las recomendaciones del Semestre Europeo que buscan abordar los principales retos estructurales y corregir los desequilibrios macroeconómicos. El Plan alemán es el más parco en reformas, entre las cuales destacan la modernización y digitalización de la Administración pública y la eliminación de barreras a la inversión. En los otros cuatro países, una de las prioridades es mejorar la situación de las finanzas públicas: Francia propone una regla de gasto; España prevé acometer una reforma fiscal en 2023 que aumentará la recaudación y reformará el sistema de pensiones (con el acuerdo de todos los agentes sociales); Italia se volcará en combatir el fraude fiscal, revisará anualmente su gasto público durante 2023-2025 y auditará todas las Administraciones públicas, y Portugal propone medidas para mejorar los resultados de las empresas públicas. Otro reto común es el de combatir el desempleo a través de políticas activas en la mayoría de los casos, aunque cabe destacar que Francia, además, reformará el sistema de prestación por desempleo para incentivar la búsqueda de empleo y España convertirá los ERTE en un mecanismo permanente de ajuste interno de las empresas.

### Planes de Recuperación y Resiliencia nacionales

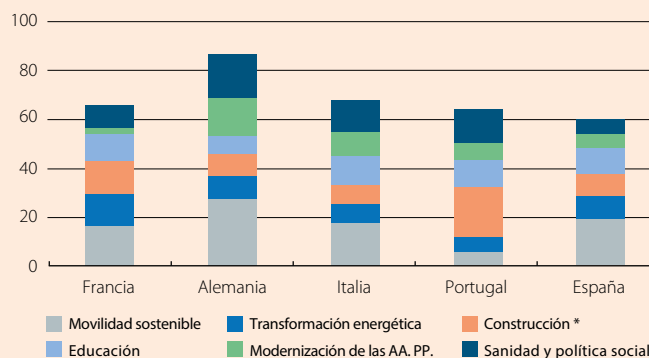
	Alemania	Francia	Italia	España	Portugal
Importe Plan (millones de euros)	27,9	41,0	191,5	69,5	16,6
(%) del PIB de 2019	0,8	1,7	10,7	5,6	7,8
Financiación con cargo al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (millones de euros)					
Subvenciones	25,6	39,4	68,9	69,5	13,9
Préstamos	No	No	122,6	Quizá	2,7
Principales líneas de actuación (% del Plan total)*					
Transformación verde**	42	46	44	40	38
Transformación digital***	52	21	25	28	22

**Notas:** \* Los datos corresponden a los porcentajes publicados por la Comisión Europea, tras darle el visto bueno a los PRR en junio por lo que, en algunos casos, pueden existir pequeñas diferencias con lo publicado en los PRR nacionales. \*\* Mínimo exigido por Bruselas: 37. \*\*\* Mínimo exigido por Bruselas: 20.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de los PRR nacionales y la Comisión Europea.

### Principales partidas de inversión de los PRR nacionales

(% de los fondos totales)



**Nota:** \* Se refiere a gasto en rehabilitación energética de los edificios, salvo en Portugal, que incluye también gasto en nueva construcción.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos recogidos en los PRR y estimaciones de Bruegel.

## ¿Cuál será el impacto macroeconómico del NGEU?

La incertidumbre sobre el impacto potencial del NGEU es elevada. La literatura económica no ofrece una referencia fiable sobre los efectos de medidas fiscales discrecionales, la coyuntura en la que se ejecutará es excepcional y todavía no conocemos todos los detalles sobre los programas que financiará y sobre las reformas que los reforzarán. A pesar de ello, analizamos cuán potente puede llegar a ser el Plan para las principales economías europeas. Para poder construir escenarios de impacto realizaremos hipótesis sobre cuánto PIB generará cada euro invertido –el llamado multiplicador– y sobre la capacidad de absorción de los fondos. Además, nos centraremos en las subvenciones, dado que algunos países todavía no han decidido si harán uso de los créditos, otros no los solicitarán y dado que, para los que sí recurran a ellos, supondrá un gran desafío en términos de capacidad de absorción.

El multiplicador sigue siendo un problema abierto, pese a los enormes esfuerzos que se han dedicado a identificarlo.<sup>1</sup> En el caso del NGEU existen factores específicos para esperar multiplicadores elevados por los siguientes motivos: i) se trata de un Plan fundamentalmente de inversión; ii) estará apoyado por reformas estructurales, que suponen oportunidades para moverse hacia regímenes regulatorios más flexibles (por ejemplo, en el mercado laboral y de bienes y servicios) y lograr efectos duraderos más allá del periodo de implementación;<sup>2</sup> iii) la coyuntura es oportuna para sacar el mayor partido gracias a la elevada capacidad productiva ociosa tras el *shock* de la COVID-19 y al entorno de tipos de interés muy bajos,<sup>3</sup> y iv) representa un *shock* europeo coordinado y cabe esperar un impacto positivo adicional por los *spillovers* positivos entre países.<sup>4</sup>

### Escenario conservador: bajos multiplicadores y baja persistencia

(p. p. de diferencia en PIB respecto a un escenario sin fondos NGEU)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Eurozona	0,41	0,54	0,60	0,66	0,30	0,20
Alemania	0,11	0,14	0,16	0,18	0,08	0,05
España	0,92	1,22	1,36	1,49	0,66	0,44
Francia	0,26	0,35	0,39	0,43	0,19	0,13
Italia	0,62	0,82	0,91	1,00	0,45	0,30
Portugal	1,03	1,36	1,51	1,65	0,73	0,48

*Nota:* Absorción de transferencias en 4 años (25% por año, empezando en 2021).

*Fuente:* CaixaBank Research.

dónde invertir los fondos, su canalización será ágil y es previsible una absorción muy superior a la de otros programas europeos (inferior al 50%, en promedio); en nuestros escenarios asumimos que alcanzará el 100%.<sup>7</sup> En la segunda y tercera tablas se presentan los resultados obtenidos. En nuestro escenario más conservador, el Plan NGEU podría llevar a un incremento anual del PIB de la eurozona de entre el 0,4% y 0,7% hasta 2024, elevándose hasta un rango del 0,9%-1,6% en España y Portugal, y 0,6%-1,0% en Italia, mientras que se limitaría a un 0,3%-0,4% en Francia y 0,1%-0,2% en Alemania. En el escenario de alto impacto, el aumento anual del PIB de la eurozona podría situarse entre el 0,5% y el 1,2%, llegando hasta un rango del 1,4%-2,9% en Portugal y 1,2%-2,6% en España. Estos cálculos solo tienen en cuenta la parte del NGEU asociada a las transferencias, aunque algunos países ya han solicitado también parte de los préstamos (Italia y Portugal) y no incluyen el potencial efecto de las reformas asociadas, que podrían tener un impacto a largo plazo aún más importante que el de las inversiones de los fondos europeos y diferenciado por países.

En cualquier caso, las estimaciones dejan pocas dudas de que el NGEU supone una potente política anticíclica, pero muchas sobre su alcance potencial y sobre su legado a largo plazo. Si se eligen programas de calidad, se desarrollan eficazmente y se acompañan de reformas útiles (la condicionalidad puede jugar un papel relevante), se puede conseguir un impacto muy elevado e, incluso, beneficios permanentes. En caso contrario, solo se logrará un impulso fugaz al crecimiento. Por tanto, es mucho lo que nos jugamos.

José Manuel Martínez Martínez y Rita Sánchez Soliva

Para valorar los efectos del NGEU, así pues, hemos proyectado dos escenarios, uno de alto impacto, con multiplicadores elevados y persistencia a largo plazo y otro más conservador, con multiplicadores bajos y escasa persistencia. En el primero, suponemos que los planes de recuperación se implementan de forma efectiva, por lo que el impacto por euro invertido debería estar en el rango alto de las estimaciones habituales.<sup>5</sup> También proyectaremos un escenario más conservador, con multiplicadores bajos.<sup>6</sup> Además, puesto que cada economía puede planificar

una absorción muy superior a la de otros programas europeos que alcanzará el 100%.<sup>7</sup> En la segunda y tercera tablas se present

### Escenario alto impacto: elevados multiplicadores y elevada persistencia

(p. p. de diferencia en PIB respecto a un escenario sin fondos NGEU)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Eurozona	0,54	0,87	1,07	1,19	0,78	0,55
Alemania	0,14	0,23	0,28	0,32	0,21	0,15
España	1,23	1,98	2,39	2,62	1,70	1,19
Francia	0,35	0,56	0,69	0,77	0,51	0,36
Italia	0,82	1,33	1,61	1,78	1,17	0,82
Portugal	1,37	2,20	2,65	2,90	1,88	1,31

*Nota:* Absorción de transferencias en 4 años (25% por año, empezando en 2021).

*Fuente:* CaixaBank Research.

1. Para una profunda revisión de la literatura sobre multiplicadores, véase A. Ramey (2019), «Macroeconomic Consequences of Infrastructure Investment».

2. Véase Albrizio y Geli (2021). «Scaling up NGEU, the role of institutions and investment Project selection». Documento de Trabajo del Banco de España.

3. Véase BCE (2021). «The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the EMU». Y Canova y Pappa (2021), «What are the likely macroeconomic effects of the EU Recovery plan?».

4. Véase Alloza, Burriel y Pérez (2018). «Fiscal Policies in the euro area: revisiting the size of spillovers».

5. Lo situaremos ligeramente por encima de 2 en el quinto año, en términos acumulados.

6. En términos acumulados, próximo a 1 en el tercer año y, prácticamente, estable a partir de ahí (el efecto positivo casi se completa tres años después de la inversión).

7. En ambos escenarios, respecto al calendario de distribución de los fondos, asumiremos que se distribuyen completamente durante el periodo 2021-2024 a un ritmo del 25% cada año.