

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022

Este recuadro describe los rasgos principales de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB de nuestro país crecerá a tasas del 4,6 %, el 1,3 %, el 2,7 % y el 2,1 % en 2022, 2023, 2024 y 2025, respectivamente (véase cuadro 1)¹. Por su parte, la inflación general se desacelerará desde el 8,4 % en el promedio de 2022 hasta el 4,9 %, el 3,6 % y el 1,8 %, respectivamente, en cada uno de los tres años siguientes. El componente subyacente de la inflación alcanzará el 3,8 % este año y se moderará hasta el 3,4 %, el 2,2 % y el 1,8 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente. La fecha de cierre de la recogida de información es el 30 de noviembre.

Actividad

El ritmo de crecimiento de la actividad se moderó sustancialmente en el tercer trimestre de 2022. De acuerdo con los datos de avance publicados por el Instituto Nacional de Estadística, el PIB aumentó un 0,2 % intertrimestral en ese período, muy por debajo de lo observado entre abril y junio (1,5 %), aunque en línea con lo anticipado por el Banco de España en sus proyecciones de octubre (0,1 %)². Esta desaceleración de la actividad obedeció, fundamentalmente, a la

confluencia de un conjunto de factores adversos, interrelacionados entre sí y de naturaleza eminentemente global, que influyeron negativamente sobre las decisiones de los agentes económicos tanto en España como en la mayor parte de los países de nuestro entorno. Estos factores incluyeron, de modo señalado, la crisis energética —y la incertidumbre acerca de posibles interrupciones del suministro en algunas economías—, las elevadas y persistentes tasas de inflación, el consiguiente endurecimiento de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales mundiales y el deterioro generalizado de la confianza. Además, la ralentización en el ritmo de avance del producto en España durante el tercer trimestre también se debió al menor impulso proporcionado por los sectores más afectados por la crisis sanitaria, tras la intensa mejoría que estos habían experimentado en el segundo trimestre a raíz de la eliminación de la práctica totalidad de las medidas de contención de la pandemia.

En el tramo final del año, en un contexto en el que los factores mencionados anteriormente han seguido condicionando la actividad de manera apreciable, habría continuado el deterioro de la confianza de las familias y empresas en nuestro país —a tenor de la evolución adversa que han registrado algunos indicadores de carácter cualitativo—, así como el endurecimiento de las

Cuadro 1
Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

	PIB				Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)				IAPC sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Diciembre de 2022	4,6	1,3	2,7	2,1	8,4	4,9	3,6	1,8	3,8	3,4	2,2	1,8	12,8	12,9	12,2	12,0
Octubre de 2022	4,5	1,4	2,9	—	8,7	5,6	1,9	—	3,9	3,5	2,1	—	12,8	12,9	12,4	—

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2022.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de noviembre de 2022.
b Media anual.

1 Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 5 de octubre, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, la estimación de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del tercer trimestre y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de distintas variables clave en el ejercicio (véase cuadro 2). En este ejercicio se incorpora, por primera vez, el año 2025 al horizonte de proyección.

2 Véase “Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)

condiciones financieras. No obstante, los datos de afiliación a la Seguridad Social muestran un crecimiento de la ocupación en el cuarto trimestre similar al del tercero, con un peso creciente de la contratación indefinida dentro del total. Estos desarrollos en el mercado de trabajo estarían ejerciendo de sostén para el consumo privado, que, aun dentro de una marcada debilidad —como consecuencia, entre otros factores, de la notable pérdida de poder adquisitivo que vienen sufriendo los hogares—, podría haber mantenido un modesto dinamismo en los últimos meses del año. En el mismo sentido, los resultados de la última edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) apuntan a una cierta estabilidad de los niveles de facturación empresarial en el cuarto trimestre, si bien con una marcada heterogeneidad por ramas productivas³.

En conjunto, con todas las cautelas que se desprenden del hecho de que la información disponible sea todavía parcial, se estima que el crecimiento intertrimestral del PIB en el cuarto trimestre del año podría situarse en el entorno del 0,1%. Como en el trimestre anterior, la contribución de la demanda interna a este crecimiento sería positiva y de mayor magnitud, en valor absoluto, que la aportación negativa del saldo neto exterior.

Para el primer trimestre de 2023 se espera que las dinámicas de la actividad económica española sigan caracterizadas por una considerable debilidad. Todo ello en la medida en que, al inicio del próximo año, se prevé que las presiones inflacionistas continúen siendo elevadas, que prosiga el endurecimiento de las condiciones financieras, que persistan unos niveles de confianza relativamente reducidos y que la actividad

económica global —y, en especial, la europea— presente un escaso dinamismo. En contraposición con estas dinámicas desfavorables, las medidas desplegadas por las autoridades para hacer frente a la crisis energética y al repunte de la inflación proporcionarían un cierto apoyo a la actividad durante los primeros meses del próximo año.

En estas proyecciones para el primer trimestre de 2023, tres supuestos —que también tienen relevancia sobre el comportamiento de la actividad y de los precios en el resto del horizonte de proyección— son clave.

En primer lugar, se asume que, de cara a los próximos meses, los precios de las materias primas —sobre los que persiste una elevada incertidumbre— se comportarán de acuerdo con las cotizaciones que se observan para ellos en los mercados de futuros. En particular, con respecto al gas, se considera que las cotizaciones en los mercados de futuros del Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS) constituyen un resumen del escenario más probable acerca de la evolución futura de estos precios⁴. En este sentido, cabe destacar que, en la actualidad, los precios de esta materia prima para 2023 en los mercados de futuros se han reducido en algo más de un tercio con respecto a los contemplados en el último ejercicio de proyecciones de octubre⁵. Por otra parte, en lo que respecta al petróleo, los supuestos sobre su precio en dólares, obtenidos también a partir de los mercados de futuros, dan lugar a una trayectoria descendente a lo largo del horizonte de previsión, aunque en niveles algo más elevados que los considerados a comienzos de octubre⁶.

En segundo lugar, en un contexto económico y geopolítico particularmente incierto, se considera que, en los

3 Véase M. Izquierdo (2022), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: cuarto trimestre de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2022, Banco de España.

4 En concreto, se toman los precios del gas en los mercados de futuros hasta el plazo de un año. A partir de entonces, se considera que, debido a la escasa liquidez del mercado, los precios negociados no son muy representativos, por lo que se opta por mantener constante el precio de esta materia prima en los niveles a los que cotizan los futuros para diciembre de 2023 hasta el final del horizonte de proyección. Por su parte, la senda de precios de la electricidad se obtiene a partir de una fórmula que aproxima la eficiencia técnica de la generación eléctrica a partir del gas con la tecnología actualmente existente. Además, se añade el coste de los permisos de emisión de CO₂. Finalmente, en el cálculo de la senda de precios de la electricidad se tiene en cuenta el mecanismo del tope de precio del gas hasta mayo de 2023.

5 Al igual que en el resto de Europa, el precio del gas en el mercado ibérico ha mostrado un notable retroceso —y una elevada volatilidad— desde el cierre de las anteriores proyecciones. Así, por ejemplo, en noviembre el precio del gas llegó a situarse un 60% por debajo de lo anticipado en el ejercicio de proyecciones de octubre. Esta evolución se ha visto favorecida por la reducción del consumo de gas —inducida, en parte, por las temperaturas suaves registradas en la primera mitad del trimestre—, lo que ha mitigado, a escala europea, las preocupaciones acerca de la suficiencia de la oferta de este combustible para satisfacer su demanda. Para más detalles sobre estos posibles problemas de abastecimiento, véase I. Alonso, L. López, D. Santabárbara y M. Suárez-Varela (2022), «Evolución de los inventarios de gas natural en 2022 y 2023 en las economías de la Unión Europea bajo dos escenarios hipotéticos», recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2022, Banco de España.

6 Las cotizaciones del petróleo no se han visto afectadas significativamente por la entrada en vigor, el 5 de diciembre, de dos medidas que afectan a la comercialización por vía marítima del petróleo ruso: la limitación acordada por el G-7 de su precio máximo a 60 dólares por barril y la prohibición de su importación a los Estados miembros de la Unión Europea.

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)

próximos meses, el recurso por parte de los hogares españoles a la importante bolsa de ahorro que estos —principalmente, los hogares de rentas más altas— acumularon durante la crisis sanitaria será relativamente limitado y no llegará a suponer un impulso significativo para los niveles de gasto agregado⁷.

En tercer lugar, se han realizado determinados supuestos acerca de la vigencia temporal de las actuaciones públicas desplegadas a lo largo de 2022 para combatir los efectos de la crisis energética sobre hogares y empresas y, en particular, para compensar a estos agentes por el repunte de precios. En un contexto en el que se prevé que las presiones inflacionistas continúen siendo relativamente elevadas en 2023, y a falta de una decisión oficial al respecto, el presente ejercicio de

proyecciones incorpora en su escenario central el supuesto de que fueran prorrogadas, durante todo 2023, varias de las medidas cuyo período de vigencia expira, en principio, el 31 de diciembre de este año.

Las medidas actualmente en vigor pueden ser clasificadas en cuatro categorías en función de su período de vigencia oficial y de los supuestos realizados acerca de una posible extensión de este (en el esquema 1 se recogen aquellas con impacto directo sobre el IAPC, además de las diferencias entre los supuestos realizados a este respecto en el ejercicio actual y en el de octubre):

- a) *Medidas aprobadas hasta el 31 de diciembre de 2022 para las que se supone su extensión por un año adicional, hasta el 31 de diciembre de 2023: reducción*

Esquema 1

Supuestos sobre la vigencia de las medidas desplegadas por las autoridades para mitigar el repunte de los precios de la energía con impacto directo sobre la inflación

	Proyecciones de octubre	Proyecciones de diciembre
1 <ul style="list-style-type: none"> — Reducción de impuestos en la factura eléctrica: IVA al 5 % e IEE al 0,5 % — Reducción del tipo impositivo del IVA en el gas natural al 5 % — Suspensión del IVPEE — Límite máximo de la revisión de los contratos de alquiler en el 2 % — Congelación del precio del butano — Reducción del precio del abono transporte (a) 	Vigencia hasta el 31.12.2022	Vigencia hasta el 31.12.2023
2 <ul style="list-style-type: none"> — Tope al incremento del coste de la materia prima de la tarifa TUR del gas (máximo de 15 %) — Abonos gratuitos para transporte ferroviario 	Vigencia hasta el 31.12.2022	Vigencia hasta el 31.12.2023
3 <ul style="list-style-type: none"> — Mecanismo para limitar el precio del gas en la producción de electricidad 	En funcionamiento hasta el 31.5.2023	
4 <ul style="list-style-type: none"> — Bonificación extraordinaria en el precio de venta al público de los carburantes 	Vigencia hasta el 31.12.2022	

FUENTE: Banco de España.

a Se asume la prórroga solo para la parte financiada por el Gobierno central.

7 Véase C. Martínez-Carrascal (2022), "El impacto de la bolsa de ahorro acumulada por los hogares durante la pandemia sobre la evolución reciente del consumo y sobre sus perspectivas en el futuro", «Informe trimestral de la economía española», recuadro 5, *Boletín Económico*, 4/2022, Banco de España.

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)

de tipos impositivos en la factura eléctrica (del 21 % al 5 % en el caso del IVA, y del 5,1 % al 0,5 % en el del impuesto especial sobre la electricidad), disminución del tipo del IVA sobre el gas natural del 21 % al 5 %, suspensión del impuesto sobre el valor de la producción de energía eléctrica, congelación del precio del gas butano, subvención estatal al abono transporte, aumento transitorio del 15 % en las prestaciones no contributivas y límite del 2 % a la revalorización de los alquileres. En adelante, a las actuaciones públicas de la categoría a) se las denomina «medidas prorrogadas».

- b) *Medidas inicialmente aprobadas hasta el 31 de diciembre de 2022 para las cuales ya se ha aprobado oficialmente su extensión por un año más, hasta el 31 de diciembre de 2023, o su extensión se incluye en los Presupuestos Generales del Estado (PGE), actualmente en tramitación parlamentaria:* introducción de un tope máximo del 15 % al incremento del coste de la materia prima en la tarifa de último recurso (TUR) del gas y gratuidad de los abonos de transporte ferroviario de cercanías.
- c) *Medida aprobada hasta el 31 de mayo de 2023 que, en principio, es improrrogable:* mecanismo para limitar el precio del gas en la producción de electricidad.
- d) *Medidas inicialmente aprobadas hasta el 31 de diciembre de 2022 para las cuales se supone, en el escenario central, que no habrá prórroga:* bonificación extraordinaria y temporal en el precio de venta al público de los carburantes y otras medidas de gasto compensatorias de la inflación, cuya extensión no se asume, ante la falta de detalles⁸.

Por consiguiente, se supone, en el escenario central, que el período de vigencia de las medidas de las categorías b), c) y d) coincide con el aprobado oficialmente y que, por el contrario, difiere de este último en el caso de las medidas prorrogadas (que lo serían durante todo 2023). La prolongación de estas medidas de apoyo a hogares y empresas contribuirá, durante el año próximo, al sostenimiento de la actividad y a la contención de las presiones inflacionistas, aunque ello tendrá lugar a

expensas de efectos de sentido opuesto en 2024 y, lógicamente, de un cierto deterioro de las finanzas públicas.

Más allá del primer trimestre de 2023, a partir de la primavera, la actividad recobrará un dinamismo creciente, cuando se verá impulsada por la conjunción de diversos factores. Estos incluyen el alivio gradual de las tensiones en los mercados de la energía y de las presiones inflacionistas —que traerá consigo una recuperación progresiva de las rentas reales y de la confianza de los agentes nacionales, y un fortalecimiento de la demanda exterior—, el despliegue continuado de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU)⁹ y la resolución paulatina de las distorsiones en las cadenas de aprovisionamiento global.

En términos de su tasa media anual, el PIB crecerá un 4,6 % en 2022 (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Este notable avance del producto responde, fundamentalmente, a los desarrollos observados hasta el segundo trimestre del año, ya que, como se ha comentado, la actividad habría evidenciado una considerable debilidad en el segundo semestre de 2022. Precisamente esta debilidad, que se prolongará al inicio del próximo ejercicio, hará que, en el conjunto de 2023, el crecimiento del PIB se modere significativamente, hasta el 1,3 %, aunque con un perfil de mejoría gradual a medida que transcurra el año. A su vez, esta intensificación progresiva del avance del producto permitirá que este alcance un crecimiento del 2,7 %, en el promedio anual, en 2024. A partir de entonces, una vez superadas las principales consecuencias económicas de la guerra en Ucrania, el ritmo de crecimiento del PIB se moderará, aproximándose al del producto potencial, de modo que su tasa media de avance en 2025 será del 2,1 %. Bajo la trayectoria proyectada, el PIB de la economía española recuperará su nivel previo a la pandemia entre finales de 2023 y comienzos de 2024 (véase gráfico 2).

En comparación con las proyecciones anteriores, las actuales comportan una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2022 de 0,1 puntos porcentuales (pp) (véase cuadro 3). Esta revisión es el resultado de una evolución de la actividad, en los dos últimos trimestres de este año, algo más favorable que la proyectada en octubre¹⁰. Por su

8 Estas son las ayudas a empresas de los sectores más afectados, la ayuda de 200 euros a los hogares de renta más baja, la beca complementaria a estudiantes y las bonificaciones adicionales al transporte de las comunidades autónomas.

9 La información disponible sugiere que la ejecución de proyectos asociados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia del NGEU se está desarrollando de acuerdo con lo anticipado en las proyecciones de octubre. Para más detalles, véase el anejo.

10 En particular, como ya se ha señalado, los datos de la estimación preliminar de la CNTR del tercer trimestre reflejan un dinamismo del producto algo mayor que el que se estimaba en el ejercicio de proyecciones de octubre.

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)

Gráfico 1
Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes

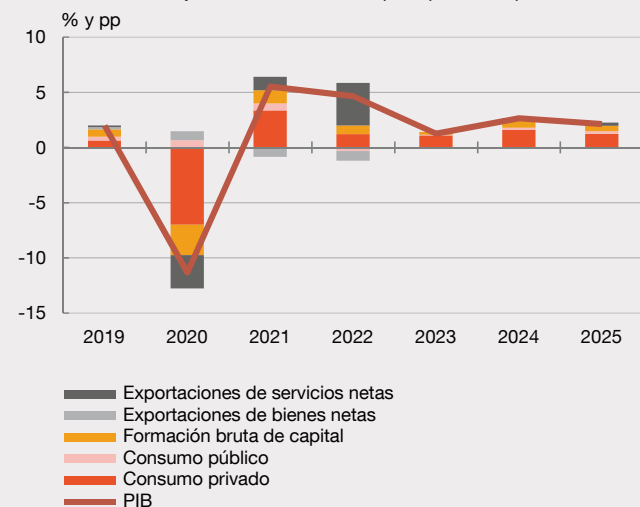
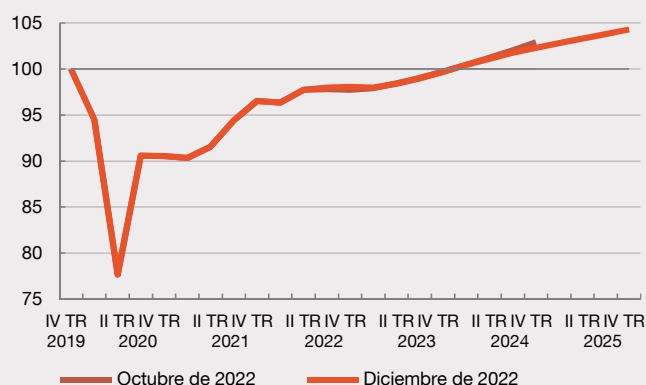


Gráfico 2
PIB real. Nivel (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Cuadro 2
Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

Tasas de variación anual (%), salvo indicación en contrario

	Proyecciones de diciembre de 2022					Diferencia entre las previsiones actuales y las de octubre de 2022 (b)		
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024
Mercados de exportación de España (c)	9,9	7,7	2,1	3,0	3,1	1,4	-0,4	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	104,6	86,4	79,7	76,0	1,7	6,9	5,5
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,05	1,03	1,03	1,03	0,01	0,05	0,05
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	120,7	111,9	111,2	111,2	111,2	0,6	3,9	3,9
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses. Nivel) (e)	-0,5	0,3	2,9	2,7	2,5	0,0	0,0	-0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años. Nivel) (e)	0,3	2,2	2,9	3,1	3,2	0,0	-0,5	-0,5

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 28 de noviembre para los mercados de exportación de España y 24 de noviembre de 2022 para el resto de las variables. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, diciembre de 2022*.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)

parte, el crecimiento previsto para 2023 es ahora 0,1 pp menor que el que se anticipaba entonces. Ello es el resultado neto de diversos factores que operan en direcciones opuestas. Por un lado, el mayor dinamismo del PIB en el segundo semestre de 2022, en comparación con el proyectado en octubre, ejerce un cierto efecto arrastre positivo sobre el avance anual del producto en 2023. Además, los nuevos supuestos acerca de las medidas para atenuar los efectos de la inflación, ya sean las ya anunciadas o las incluidas en las medidas prorrogadas, añaden 0,4 pp al crecimiento del PIB del

próximo año. Pero, por otro lado, los cambios en el resto de los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones —que apuntan, especialmente, a un notable empeoramiento de los mercados exteriores— conducen, en términos netos, a una cierta revisión a la baja del avance del PIB en el próximo año. También se revisa a la baja, en 0,2 pp, el crecimiento medio del producto en 2024. Fundamentalmente, esta revisión responde al supuesto relativo a las *medidas prorrogadas*, cuya retirada al comienzo de 2024 da lugar a un pequeño impacto negativo sobre la actividad en dicho ejercicio¹¹.

Cuadro 3

Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen (%) y en porcentaje del PIB

	Proyecciones de diciembre de 2022					Proyecciones de octubre de 2022		
	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024
PIB	5,5	4,6	1,3	2,7	2,1	4,5	1,4	2,9
Consumo privado	6,0	2,1	1,9	2,8	2,1	1,6	1,3	3,2
Consumo público	2,9	-1,6	0,3	0,9	1,2	-1,5	0,0	0,9
Formación bruta de capital fijo	0,9	5,2	1,6	3,0	2,3	4,7	1,7	2,6
Exportación de bienes y de servicios	14,4	18,0	3,8	3,0	3,1	17,5	4,0	3,1
Importación de bienes y de servicios	13,9	9,7	4,3	2,5	2,9	8,2	3,1	2,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	5,2	1,6	1,4	2,4	1,9	1,1	0,9	2,5
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,3	3,0	-0,1	0,3	0,2	3,4	0,5	0,4
PIB nominal	7,9	8,5	5,8	5,9	4,4	8,1	5,9	5,6
Deflactor del PIB	2,3	3,6	4,5	3,2	2,2	3,5	4,5	2,6
IAPC	3,0	8,4	4,9	3,6	1,8	8,7	5,6	1,9
IAPC sin energía ni alimentos	0,6	3,8	3,4	2,2	1,8	3,9	3,5	2,1
Empleo (horas)	7,2	4,1	0,5	1,6	1,1	4,0	0,8	2,5
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	14,8	12,8	12,9	12,2	12,0	12,8	12,9	12,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,9	2,4	2,1	2,4	2,3	2,6	2,7	3,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-6,9	-4,2	-4,1	-3,7	-4,5	-4,3	-4,0	-4,3
Deuda de las AAPP (% del PIB)	118,3	113,1	110,6	108,8	109,8	113,3	110,7	109,9

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2022.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de noviembre de 2022.

11 Estrictamente hablando, estos efectos obedecen no solo a las medidas cuya prórroga se asume, pero no es oficial [categoría 1) del esquema 1], sino también a aquellas cuya prórroga ya es oficial [categoría 2) del esquema 1].

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)**Precios y costes**

El ritmo de avance de los precios de consumo, medidos por el IAPC, se ha moderado de forma significativa en los últimos meses. Así, tras alcanzar el 10,7 % en julio, la tasa de inflación general se ha ido reduciendo progresivamente, hasta situarse en el 6,7 % en noviembre. Este menor crecimiento interanual de los precios refleja, sobre todo, el descenso reciente de los de los bienes energéticos, que ha afectado tanto a la electricidad como a los combustibles y carburantes. La inflación subyacente también se ha ralentizado en los últimos meses —desde el 4,9 % en agosto hasta el 4 % en noviembre—, aunque ello se ha debido, sobre todo, a factores transitorios¹². Por el contrario, los precios de los alimentos han seguido acelerándose en el período más reciente, aunque a un ritmo menor que el registrado a comienzos del año.

En el período de proyección se contempla una moderación gradual de la tasa de variación del IAPC general desde sus niveles actuales. En particular, esta tasa pasaría del 8,4 % en 2022 al 4,9 % en 2023, para descender

posteriormente al 3,6 % en 2024 y al 1,8 % en 2025 (véase gráfico 3). Se espera que la reducción de las tasas de crecimiento de los precios de consumo venga determinada, inicialmente, por el componente energético, cuya ralentización adicional respondería a dos factores principales. Por un lado, a la aparición de efectos base negativos a corto plazo, dado que el avance interanual de los precios se calcula por comparación con los niveles observados en 2022, que fueron muy elevados debido a la intensificación que se produjo entonces de la crisis energética. Por otro lado, al abaratamiento esperado de las materias primas energéticas —de acuerdo con sus cotizaciones en los mercados de futuros—, que se traducirá en disminuciones adicionales de los precios de los carburantes y, dado el sistema de fijación de precios en su mercado minorista, de la electricidad.

La moderación del ritmo de avance de los precios de los alimentos y la reanudación de la caída de la tasa de inflación subyacente tardarán algo más en producirse, puesto que aún no se ha completado plenamente la transmisión de los aumentos de costes recientes a los

Gráfico 3
Contribuciones al crecimiento del IAPC por componentes

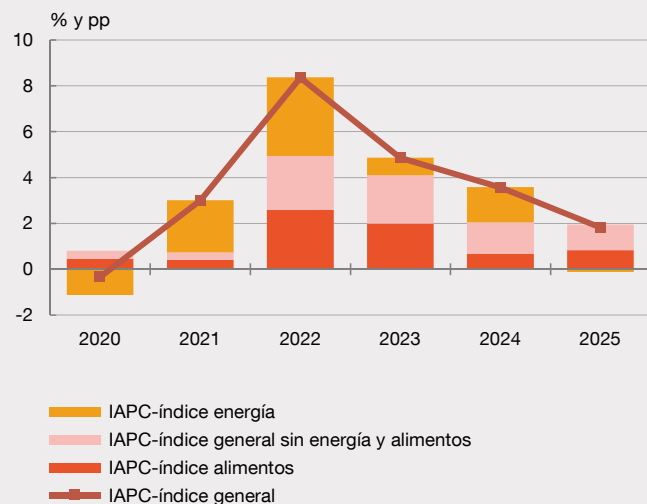
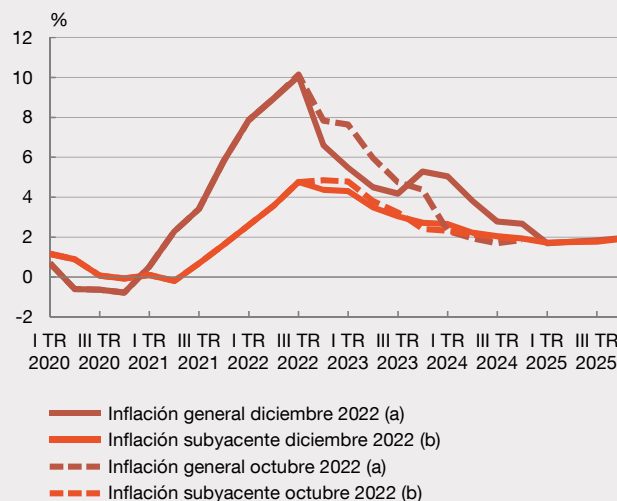


Gráfico 4
Evolución de la inflación general y de la subyacente



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

12 En concreto, las medidas administrativas de abaratamiento del transporte público y de introducción de un tope al incremento de los alquileres han reducido la tasa de avance de los precios de los servicios, con una repercusión de tres décimas, aproximadamente, sobre la tasa de inflación subyacente entre julio y noviembre.

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)

precios de todos los bienes y servicios de consumo (véase gráfico 4). En todo caso, la culminación de esa traslación y, en el caso de los alimentos, la materialización de las sendas descendentes para los precios de las materias primas alimenticias anticipadas por los mercados de futuros harán que los precios de los componentes no energéticos contribuyan también al retroceso de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. En particular, en términos medios anuales, se espera que la inflación subyacente se reduzca desde el 3,8% que registrará este año hasta el 3,4% en 2023, el 2,2% en 2024 y el 1,8% en 2025. A esta reducción contribuirían, entre otros factores, el desvanecimiento progresivo de las distorsiones que afectan a las cadenas globales de suministro y el impacto gradual de la normalización y posterior endurecimiento de la política monetaria.

En todo caso, estas proyecciones de precios descansan sobre dos supuestos muy relevantes. Por un lado, se asume que, si bien incompleta, una parte apreciable de la traslación a los precios de venta finales de las empresas de los aumentos de costes pasados ya se habría producido. Por otro lado, se supone que, en línea con la evidencia disponible hasta la fecha, no se producen a lo largo del horizonte de proyección efectos de segunda vuelta significativos, vía márgenes o salarios, que puedan desencadenar fenómenos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas.

En comparación con las proyecciones de octubre, la moderación reciente en el avance de los precios, más intensa que la anticipada entonces, implica que las previsiones actuales se anclan sobre un punto de partida más favorable. Este nuevo punto de partida, junto con el supuesto relativo a las *medidas prorrogadas*¹³, reduce la tasa de inflación media proyectada para 2023 en 1,2 pp en comparación con el ejercicio realizado en octubre (véase cuadro 1). No obstante, esta revisión a la baja se ve parcialmente mitigada por el impacto de la nueva información conocida, que induce un efecto de 0,5 pp en la dirección opuesta, como efecto de un conjunto de factores que incluyen las sorpresas al alza en los precios de los alimentos y la mayor pendiente esperada de la curva de precios energéticos, parcialmente compensados por las sorpresas negativas recientes en algunos

componentes. En cuanto a la tasa de inflación prevista para 2024, esta se revisa al alza con respecto a la contemplada en el ejercicio de proyecciones de octubre, como resultado, fundamentalmente, del supuesto de que las medidas desplegadas por las autoridades para combatir los efectos de la crisis energética y el repunte de los precios expiran a finales de 2023. Por otra parte, las revisiones en el caso de la inflación subyacente son de escasa magnitud —de 0,1 pp en cada uno de los tres años comprendidos entre 2022 y 2024— y están vinculadas, principalmente, a los cambios incorporados en los supuestos acerca del período de vigencia de la subvención al transporte público.

Riesgos

A corto plazo, los riesgos en torno a las proyecciones de crecimiento están orientados fundamentalmente a la baja, mientras que, en el caso de las proyecciones de inflación, predominan los riesgos al alza. Sin embargo, hacia el final del horizonte temporal considerado, los riesgos se encuentran, en términos generales, equilibrados.

Las principales fuentes de incertidumbre están vinculadas a la evolución de la guerra en Ucrania y, en particular, a la materialización de desarrollos en los mercados energéticos que puedan diferir significativamente de los contemplados en el escenario central de estas proyecciones. En este sentido, en el mercado del gas, que se encuentra sometido a una incertidumbre particularmente acusada, podrían producirse perturbaciones —favorables o adversas— en los próximos trimestres que implicaran un impacto considerable tanto sobre los precios de esta materia prima como sobre los de la electricidad y, potencialmente, también sobre el volumen de gas disponible en relación con su demanda. En particular, una perturbación adversa de esta naturaleza podría lastrar de forma apreciable el crecimiento económico y dificultaría la corrección de las elevadas tasas de inflación actuales, lo que redundaría en un mayor endurecimiento de las políticas monetarias a escala global¹⁴.

Entre el resto de los elementos de riesgo destaca, además, la incertidumbre sobre el grado de dinamismo que la actividad económica global podría mostrar a corto plazo, horizonte en el que algunas de las principales

13 Junto con los efectos de la extensión de las medidas cuya prórroga es, en la actualidad, oficial [categoría 2] del esquema 1].

14 Para un análisis de la sensibilidad del PIB y de la inflación en España a variaciones en la senda del precio del gas, véase “Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)”, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)

economías mundiales —como Estados Unidos o el conjunto de la Unión Económica y Monetaria— podrían entrar en recesión y otras —como China— presentan importantes desequilibrios macrofinancieros. En una coyuntura tan compleja como la actual, también resulta muy difícil precisar la intensidad con la que el proceso de endurecimiento de las políticas monetarias a escala global, que ha venido produciéndose en los últimos trimestres con una inusitada rapidez y sincronización, podría afectar a los principales agregados macroeconómicos, a la estabilidad del conjunto del sistema financiero, y a la situación patrimonial y capacidad de gasto de las familias y empresas —especialmente de aquellas endeudadas a tipos de interés variables, que son mayoritarias en nuestro país—.

En el ámbito más doméstico, las proyecciones están sujetas, además, a otros factores de riesgo adicionales. En particular, existe una considerable incertidumbre sobre la posible evolución futura del mercado de trabajo en nuestro país —bien podría suceder que el empleo continuara sorprendiendo al alza, o que esta variable del mercado laboral, que habitualmente responde con un cierto retraso a la evolución de la actividad económica agregada, empezara a mostrar signos de debilidad más intensos que los previstos en el escenario central—, la senda que seguirá la tasa de ahorro de los hogares a lo largo del horizonte de proyección —senda que depende, entre otros muchos factores, de cómo evolucionen los niveles de incertidumbre agregados y la confianza de las familias—, el ritmo con el que los proyectos de inversión asociados al programa NGEU se irán filtrando a la economía y la aptitud de estos para incrementar nuestra capacidad de crecimiento potencial.

Por otra parte, existe una elevada incertidumbre acerca de una eventual extensión al año próximo de algunas de las actuaciones públicas que se han desplegado en los últimos trimestres para compensar a diversos colectivos por el repunte de los precios —en particular, de los energéticos— y que permanecen vigentes en el tramo final de 2022. Esta incertidumbre hace referencia tanto a las *medidas prorrogadas* [aquellas para las cuales se ha supuesto en el escenario central que serán extendidas a todo el año 2023; categoría a) de la clasificación citada anteriormente] como a las medidas actualmente vigentes

para las que se ha realizado el supuesto de que no serán extendidas [categoría d)].

Ante esta incertidumbre, en el marco de este ejercicio de proyecciones también se considera, como análisis de sensibilidad, la posibilidad de que las *medidas prorrogadas* se extiendan más allá del 31 de diciembre de 2022, pero solo hasta el 30 de junio de 2023 (escenario alternativo 1), y de que las subvenciones a la adquisición de carburantes actualmente en vigor pudieran llegar a prorrogarse hasta el 31 de diciembre de 2023 (escenario alternativo 2) (véase gráfico 5). A partir de estas simulaciones, puede apreciarse que, si en vez de extenderse hasta finales de 2023, las medidas de apoyo contempladas solo se prorrogasen hasta finales del próximo mes de junio, la inflación media en 2023 sería 0,7 pp mayor que en el escenario central, mientras que el avance del PIB sería 0,1 pp menor. Por otro lado, una hipotética extensión de la bonificación al precio de los carburantes hasta finales de 2023 reduciría, en comparación con el escenario central, en 0,6 pp la inflación media en ese año, pero la elevaría en esa misma cuantía en 2024. En cambio, el impacto sobre el crecimiento del PIB sería de 0,1 pp al alza en 2023 y de 0,1 pp a la baja en 2024.

ANEJO**Supuestos que subyacen a las proyecciones**

En comparación con las proyecciones de octubre, los supuestos técnicos incluyen precios mayoristas del gas y de la electricidad notablemente más bajos, y precios del petróleo ligeramente más elevados. Los tipos de interés previstos son ahora algo menores que los anticipados en octubre y el tipo de cambio del euro se encuentra ligeramente más apreciado. Por lo que respecta a los mercados de exportación, su ritmo de crecimiento se ha revisado a la baja en 2023 y, en menor medida, en 2024, como reflejo del deterioro que se ha producido en las perspectivas económicas a escala global (véase cuadro 2).

En el ámbito de la política fiscal, hay numerosas novedades legislativas con respecto a las anteriores proyecciones. En primer lugar, el Real Decreto-ley 18/2022, de 18 de octubre, contiene varias medidas que, en conjunto, conllevan un aumento del gasto público para este año de 0,3 pp de PIB¹⁵. Además, las nuevas

15 Entre estas medidas destacan una subida adicional del 1,5% del salario de los empleados públicos en 2022, la asunción por parte del Estado del coste de los límites al aumento de la tarifa TUR del gas y de la flexibilización de los contratos de suministro de energía, y el refuerzo del bono social térmico.

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)

proyecciones incorporan los contenidos de los PGE 2023, con incrementos netos de gastos e ingresos, más relevantes cuantitativamente en la primera de estas dos vertientes presupuestarias que en la segunda¹⁶. Por otra parte, al margen de los PGE 2023, como consecuencia de una enmienda parlamentaria recientemente aprobada, se ha reestimado la recaudación anual esperada del gravamen transitorio a las empresas energéticas. Dicha recaudación podría ascender a unos mil millones (mm) de euros, tanto en 2023 como en 2024, la mitad de la cuantía que se contemplaba en las proyecciones de octubre. Finalmente, las proyecciones más recientes tienen en cuenta el nuevo impuesto sobre las grandes fortunas, de naturaleza igualmente transitoria, que se encuentra actualmente en trámite parlamentario y que persigue recaudar 1,5 mm de euros en 2023 y 2024. La naturaleza temporal de estos dos últimos gravámenes implica que

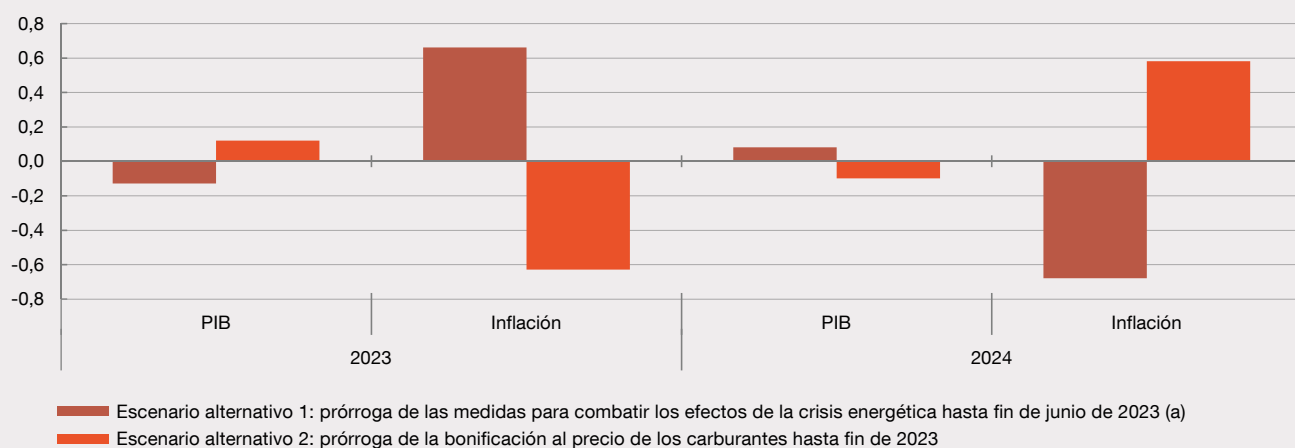
su impacto positivo sobre la recaudación de los dos próximos años desaparece en 2025.

Por otro lado, existe una elevada incertidumbre acerca de una eventual extensión al año próximo de algunas de las actuaciones públicas que se han desplegado en los últimos trimestres para compensar a diversos colectivos por el repunte de los precios —en particular, de los energéticos— y que permanecen vigentes en el tramo final de 2022.

A falta de una decisión oficial en relación con esta cuestión, en un contexto en el que se prevé que las presiones inflacionistas continúen siendo relativamente elevadas al menos durante 2023, el presente ejercicio de proyecciones incorpora, en su escenario central, el supuesto de que determinadas medidas con un coste para las finanzas públicas que, oficialmente, con la

Gráfico 5

Diferencias respecto al escenario central en el crecimiento del PIB y en la inflación en 2023 y 2024 por las medidas de política fiscal



FUENTE: Banco de España.

- a Las medidas consideradas son la reducción de tipos impositivos en la factura eléctrica (del 10 % al 5 % en el caso del IVA y del 5,1 % al 0,5 % en el del impuesto especial sobre la electricidad), la disminución del tipo del IVA sobre el gas natural del 21 % al 5 %, la suspensión del IVPEE, la congelación del precio del gas butano, la rebaja de los precios estatales del abono transporte y el límite del 2 % a la revalorización de los alquileres.

16 En cuanto al gasto, se considera un aumento escalonado a lo largo de varios años en la rúbrica de defensa, hasta un importe final de 2 mm de euros en 2024, cantidad que se consolidaría a partir de entonces. Además, se incluyen la prórroga hasta el final de 2023 de la bonificación al transporte de cercanías gestionado por el Estado —cuya vigencia prevista inicialmente expiraba el 31 de diciembre de este año— y el principio de acuerdo alcanzado en la discusión parlamentaria para que las prestaciones no contributivas del sistema de pensiones aumenten en 2023 —como ya ocurrió en 2022— un 15 %. Por su parte, los cambios por el lado de los ingresos incluidos en los PGE 2023 tienen un impacto neto relativamente reducido, al compensarse medidas que incrementan la recaudación —como la subida de la base máxima de cotización a la Seguridad Social o la limitación temporal a la compensación de pérdidas de filiales en el impuesto de sociedades— con otras que la reducen —como la rebaja del IRPF a las rentas bajas—.

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)

información disponible en la fecha de cierre de este Informe, expirarían el 31 de diciembre de 2022 se extiendan hasta el 31 de diciembre de 2023. Estas medidas incluyen la rebaja de impuestos energéticos, el mayor gasto temporal en prestaciones no contributivas y la subvención estatal al abono transporte¹⁷. Ello tendría un coste presupuestario estimado de 0,5 pp de PIB, aproximadamente. En todo caso, como se desarrolla en la sección de riesgos del texto principal, en el marco de este ejercicio de proyecciones también se considera, como análisis de sensibilidad, la posibilidad de que la vigencia de estas medidas se extienda más allá del 31 de diciembre de 2022, pero solo hasta el 30 de junio de 2023 (véase gráfico 5).

Asimismo, dada la baja probabilidad de que se extiendan en sus condiciones actuales, se ha optado por no incorporar en el escenario central una hipotética prórroga del resto de las medidas de gasto, incluidas las subvenciones a la adquisición de carburantes vigentes en la actualidad —que está previsto que expiren el 31 de diciembre de este año—. De modo análogo, el análisis de sensibilidad del texto principal considera la posibilidad de que estas subvenciones, en particular, sean prorrogadas hasta el 31 de diciembre de 2023.

En conjunto, todos los cambios normativos considerados darían lugar a mayores déficits públicos en 2022, 2023 y 2024 en comparación con las proyecciones de octubre. La mayor revisión se produciría en 2023, dado el supuesto realizado sobre la extensión de medidas vigentes en 2022.

No obstante, se espera que este empeoramiento del saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) derivado de los cambios normativos se vea contrarrestado por la evolución reciente de la ejecución presupuestaria —más favorable que la prevista— y por el supuesto introducido en el nuevo ejercicio de proyecciones de que la corrección

de la brecha positiva entre la recaudación observada y la que se derivaría de su relación histórica con las variables macroeconómicas tendrá lugar a un ritmo más gradual del que se anticipaba en octubre.

Por otro lado, las proyecciones fiscales se apoyan en los supuestos técnicos habituales, que incluyen la indiciación de las pensiones con el IPC, la evolución de los pagos por intereses en línea con las sendas de los tipos de interés de mercado y la deuda pública, y el crecimiento inercial de las partidas de naturaleza discrecional.

En relación con el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), la información más reciente disponible sobre su ritmo de ejecución no supone ningún cambio relevante en cuanto a las cantidades que se contemplaban en octubre, por lo que la senda estimada de gasto es muy similar a la que se proyectaba entonces. En concreto, las AAPP elevarían sustancialmente en 2022 su gasto público con cargo a los programas a los que da soporte el Plan y continuarían haciéndolo, aunque en menor medida, en los dos años siguientes. Tras alcanzar un máximo en 2024, el desembolso anual empezaría a descender en 2025.

En conjunto, una vez que se tiene en cuenta el impacto de los fondos europeos, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural, sería expansivo durante el período 2022-2025¹⁸. La progresiva desaparición de las medidas de apoyo público implementadas en respuesta a la pandemia y a las consecuencias de la guerra en Ucrania, junto con los aumentos discrecionales de ingresos, tenderían a ejercer un impacto contractivo sobre la economía. No obstante, este se vería compensado con creces por el efecto expansivo de los gastos asociados al PRTR, del incremento de las pensiones con el IPC y de una cierta reversión esperada en las sorpresas positivas de la recaudación en el período comprendido entre 2020 y 2022.

17 Esto es, las medidas de la categoría a) de la clasificación citada anteriormente con coste presupuestario.

18 Los fondos del PRTR no afectan al déficit de las AAPP españolas, pero permiten un mayor nivel de gasto sin que los recursos correspondientes deban detrarse de los agentes residentes. Por tanto, comportan un impulso expansivo que no se refleja en la variación del saldo estructural.

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)

Esquema 2

Síntesis de las proyecciones macroeconómicas para la economía española, 2022-2025

	2022	2023	2024	2025	PRINCIPALES MOTIVOS PARA LA REVISIÓN (respecto a las previsiones de octubre)
PIB	4,6 % ↑ 0,1 pp	1,3 % ↓ 0,1 pp	2,7 % ↓ 0,2 pp	2,1 %	<ul style="list-style-type: none"> El crecimiento del PIB en 2022 se revisa ligeramente al alza debido a un avance más intenso de lo esperado en la segunda mitad del año Por el contrario, el crecimiento previsto para 2023 se revisa levemente a la baja por el empeoramiento del contexto exterior y a pesar del efecto de signo contrario debido a la extensión en 2023 de una parte de las medidas en vigor durante 2022 para reducir el impacto de la crisis energética. La retirada de estas medidas al inicio de 2024 tiene un pequeño impacto negativo sobre la actividad, que lleva a revisar algo a la baja el crecimiento medio del producto en ese año La inflación se revisa a la baja en 2022, por las recientes sorpresas a la baja en los datos observados, y en 2023, por el supuesto incorporado acerca de la extensión en 2023 de una parte de las medidas, cuya retirada en 2024 da lugar a una revisión al alza de la inflación en dicho ejercicio
Inflación	8,4 % ↓ 0,3 pp	4,9 % ↓ 0,7 pp	3,6 % ↑ 1,7 pp	1,8 %	PRINCIPALES FUENTES DE INCERTIDUMBRE <ul style="list-style-type: none"> Las tensiones geopolíticas y los desarrollos en los mercados energéticos El horizonte temporal de vigencia de las medidas adoptadas para contener el impacto sobre la inflación del repunte de los costes energéticos El impacto macroeconómico del proceso de endurecimiento de las políticas monetarias a escala global El impacto que la incertidumbre y la confianza puedan tener sobre las decisiones de consumo y de ahorro de los agentes La evolución de la actividad en nuestros principales socios comerciales, que puede suponer alteraciones significativas a corto plazo La posibilidad de que en un contexto de inflación más persistente se produzcan efectos de segunda vuelta sobre la inflación

FUENTE: Banco de España.