

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024)

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la última actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Con respecto a las previsiones anteriores, publicadas el pasado 17 de diciembre¹, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta engloba las estimaciones revisadas de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) hasta el tercer trimestre de 2021, los nuevos datos conocidos para el cuarto trimestre de 2021 (en particular, la CNTR y las cuentas no financieras de los sectores institucionales referidas a ese período) y también los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de las distintas variables (véase cuadro A.1). Como resulta evidente, la invasión de Ucrania por parte de Rusia hace que estas proyecciones estén rodeadas de un grado de incertidumbre particularmente elevado. Para ilustrar algunas de estas fuentes de incertidumbre, este texto incluye un conjunto de análisis de sensibilidad de los resultados del escenario central ante diversas alteraciones en algunos de los supuestos clave del ejercicio.

En efecto, el estallido de la guerra ha supuesto, además de una crisis humanitaria de enorme magnitud, una perturbación económica importante, que ha incidido sustancialmente sobre las perspectivas de crecimiento no solo en nuestro país, sino también a escala global. Antes de la guerra, la economía mundial se encontraba en una senda de recuperación gradual, cuya intensidad era, no obstante, desigual por áreas geográficas y por ramas de actividad. En el caso de la economía española, su desempeño en el segundo semestre de 2021 fue mejor de lo anticipado en diciembre, a pesar de lo cual al final del año aún persistía una brecha negativa de 3,8 puntos porcentuales (pp) en el nivel de actividad con respecto al previo a la crisis sanitaria².

En cuanto al año en curso, las proyecciones de diciembre anticipaban un impacto negativo de la variante ómicron sobre el avance del PIB en el primer trimestre. Sin embargo, sobre la base de la información parcial disponible, ese efecto habría sido menos intenso de lo previsto, y también menos acusado que el observado en olas previas de la pandemia, en un contexto en el que las elevadas tasas de vacunación han permitido contener el

número de casos de mayor gravedad, a pesar de las elevadas cifras de contagios. Esta evolución epidemiológica ha posibilitado una nueva relajación progresiva de las medidas de contención, que ha culminado con la introducción, a finales de marzo, de una nueva estrategia de vigilancia y control de la pandemia, que elimina las cuarentenas en los casos de positivos asintomáticos y leves para la mayor parte de la población.

Además, el período previo al inicio de la guerra se caracterizó, en comparación con las proyecciones de diciembre, por sorpresas en el terreno inflacionista adicionales a las que ya se habían venido produciendo en la segunda mitad del año pasado. La prolongación de la etapa de tasas de variación de los precios de consumo crecientemente elevadas (junto con la persistencia de los cuellos de botella que afectan al aprovisionamiento de ciertos insumos) estaba, de este modo, condicionando cada vez más la evolución económica a comienzos de 2022. En particular, el contexto de elevada inflación a nivel global se estaba reflejando también en expectativas de un cierto tensionamiento de la política monetaria y, en consecuencia, en un endurecimiento moderado de las condiciones de financiación del sector privado.

Como resultado neto de estos desarrollos, la información disponible para la primera mitad del trimestre apuntaba a una continuación de la recuperación, aunque con alguna señal de cierta pérdida de dinamismo. En concreto, en el caso de la afiliación a la Seguridad Social, su comportamiento en enero estuvo en línea con el patrón usual en ese mes del año, pero el ritmo de aumento de febrero fue algo inferior al habitual. Con un horizonte temporal más amplio, se esperaban avances adicionales en la recuperación de la economía en los siguientes trimestres, que se apoyarían en la mejora de la evolución epidemiológica, la desaparición gradual de las alteraciones de las cadenas de aprovisionamiento, la persistencia de condiciones financieras relativamente favorables y el progresivo despliegue de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU).

La agresión rusa a Ucrania ha alterado de forma profunda estas perspectivas. Es cierto que los flujos comerciales

1 Véase «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2021-2024): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2021».

2 De acuerdo con los datos más recientes de la CNTR publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), en el cuarto trimestre de 2021 el PIB creció un 2,2%, avance superior al 1,6% anticipado por el Banco de España en sus proyecciones de diciembre. Además, el INE ha revisado al alza el crecimiento intertrimestral del PIB en el tercer trimestre de 2021 con respecto a la estimación de avance que realizó en octubre (ha pasado de un 2% a un 2,6%). Las revisiones de los datos del primer semestre de 2021 fueron de magnitud más modesta.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

bilaterales de España con los dos países en guerra son modestos, por lo que también sería reducida, por este canal directo, la incidencia del conflicto bélico sobre nuestra economía (véase gráfico 1). En concreto, las exportaciones de mercancías de España a Rusia y a Ucrania representaban en 2019 solo un 1,6% y un 0,3%, respectivamente, del total, y las cifras correspondientes en el caso de las importaciones eran de un 1,1% y un 0,5%, respectivamente.

Pero ello no quiere decir que las implicaciones económicas de estos acontecimientos no vayan a ser, previsiblemente, elevadas. El impacto se materializará a través de diversos canales. Probablemente, el más importante de ellos está relacionado con el importante peso que Rusia y Ucrania tienen en la producción y exportación mundial de materias primas energéticas, alimenticias y metálicas. En España, la proporción de estas importaciones es relativamente reducida³, pero la guerra está afectando al coste de esos bienes en los mercados globales independientemente de su origen. De hecho, uno de los factores que explican el intenso repunte de precios que pudo observarse en los mercados de petróleo y de gas desde comienzos de 2021 hasta el inicio de la guerra fue precisamente el desarrollo de crecientes tensiones geopolíticas en esa región de Europa (véase gráfico 2). El conflicto bélico ha intensificado, en un contexto de fuerte volatilidad, el

encarecimiento de ambas materias primas, con repercusiones importantes sobre el coste de la cesta de consumo de los hogares y de la producción de las empresas. Además de este aumento de su precio, la guerra también ha creado dudas acerca de la posibilidad de que el suministro de estos bienes pueda llegar a sufrir eventuales interrupciones. Más allá de los mercados energéticos, la guerra está afectando al coste a escala global, e incluso a la provisión, de algunas materias primas alimenticias clave, como el trigo, y de varios metales, como el paladio, el cobre o el níquel, que resultan imprescindibles para la fabricación de automóviles y de productos electrónicos, de modo que podría observarse un agravamiento de las dificultades en las cadenas de suministros que estaban ya presentes antes de la guerra.

Un segundo canal, también de gran relevancia, discurre a través de la incertidumbre acerca de la duración y del desarrollo del conflicto bélico y, por tanto, acerca de su impacto sobre las rentas de los agentes privados (véase gráfico 3). En un entorno de esta naturaleza, hogares y empresas tienden a posponer sus decisiones de gasto en bienes de consumo e inversión, con el consiguiente impacto negativo sobre la actividad económica.

En tercer lugar, aunque, como se ha apuntado, el tamaño de las relaciones comerciales directas de España con

Gráfico 1
EXPOSICIÓN DEL COMERCIO EXTERIOR DE BIENES A RUSIA Y A UCRAANIA
Porcentajes sobre el comercio exterior de 2019

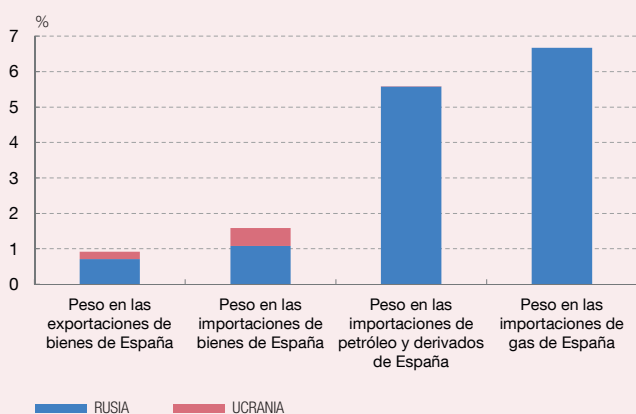
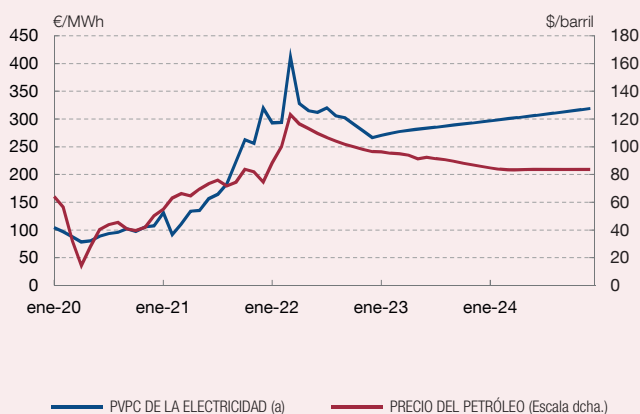


Gráfico 2
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA



FUENTES: Aduanas, Instituto Nacional de Estadística, Reuters y Operador del Mercado Ibérico-Polo Portugués.

a Precio voluntario para el pequeño consumidor de la energía eléctrica.

3 En el caso concreto de los bienes energéticos importados de Rusia, fue del 6% en 2019, cifra sensiblemente inferior a la de países como Alemania e Italia (17% y 22%, respectivamente).

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

Rusia y con Ucrania es modesto, la exposición de otros países europeos, especialmente del este del continente, es más elevada. Además, las consecuencias del conflicto sobre los mercados de materias primas y el aumento de la incertidumbre se dejarán sentir también en otras economías. Por consiguiente, la guerra tendrá un impacto significativo sobre la actividad mundial (que será especialmente pronunciado en Europa) y, a través de este canal, sobre la demanda de las exportaciones españolas y sobre el crecimiento del PIB en nuestro país. Por ejemplo, para el área del euro, los panelistas de *Consensus Forecasts* han revisado a la baja, entre diciembre y marzo, las proyecciones de crecimiento del PIB en 2022 en 1 pp, y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos estimó hace unas semanas que la guerra tendrá un impacto negativo de 1,4 pp sobre el crecimiento del PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM) de este año.

La evidencia disponible acerca de los efectos que la guerra podría estar teniendo ya, a través de los canales

enumerados, sobre las distintas magnitudes económicas en nuestro país es, por el momento, reducida. En marzo, la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) volvió a registrar un repunte significativo, de 2,2 pp, hasta el 9,8 %, según el indicador adelantado⁴. En parte, el recrudescimiento de las presiones inflacionistas estaría reflejando directamente el impacto de la guerra, por la vía del encarecimiento de la energía. Pero también sería el resultado desfasado de la dinámica de aceleración de precios de los meses precedentes y de otros factores que guardan una relación indirecta con el conflicto bélico, como el desabastecimiento de algunos productos originado por la huelga del transporte de mercancías por carretera.

En cuanto al impacto sobre la actividad económica, el fuerte retroceso mensual del indicador de confianza de los consumidores de marzo (el mayor de la serie histórica, que comienza en julio de 1986) sugiere que el aumento de la incertidumbre habría podido comenzar a hacer mella en las decisiones de gasto de los hogares. En esta misma

Gráfico 3
EVOLUCIÓN DE LA CONFIANZA DE ACUERDO CON EL INDICADOR DENSI EN DIVERSAS CRISIS, DESDE EL DÍA DE INICIO (a)

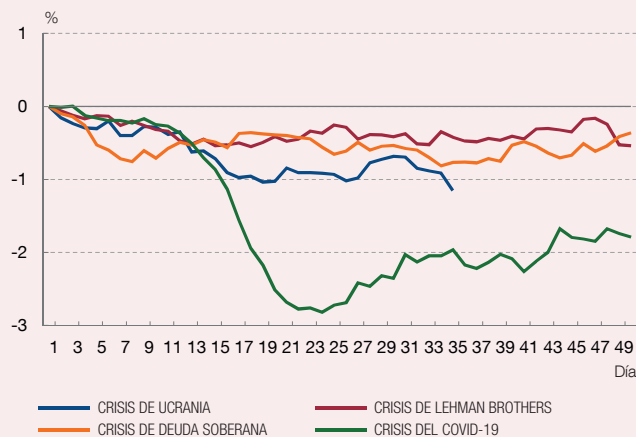
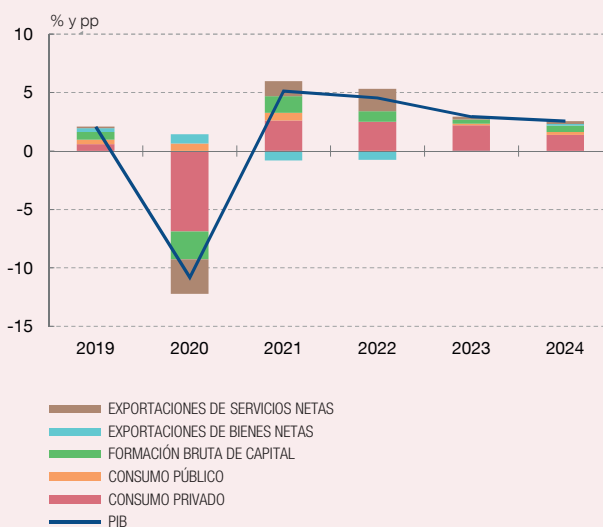


Gráfico 4
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES



FUENTES: El gráfico 3 se basa en información de los principales periódicos españoles (*ABC, El País, El Mundo, La Vanguardia, Cinco Días, Expansión, El Economista*). El gráfico 4 utiliza información publicada por el Instituto Nacional de Estadística.

a El indicador DENSI (*Daily Economic News Sentiment Indicator*) mide la evolución del sentimiento económico en España sobre la base de las noticias publicadas en prensa en los principales periódicos económicos españoles (*ABC, El País, El Mundo, La Vanguardia, Cinco Días, Expansión y El Economista*). En el gráfico se recoge la evolución diaria de dicho indicador en distintas crisis desde el primer día en adelante. Esta fecha de inicio es el 29 de septiembre de 2008 en la crisis de Lehman Brothers, el 9 de mayo de 2012 en la de deuda soberana, el 29 de febrero de 2020 en la del COVID-19 y el 21 de febrero de 2022 en la de Ucrania.

4 Esta es la tasa más elevada desde el inicio de la serie del IAPC en 1997. En términos del índice de precios de consumo (IPC), indicador para el que existen series más largas, se trata del mayor valor desde mayo de 1985.

dirección apunta el descenso observado en el indicador análogo que mide la confianza del comercio minorista. Además, las empresas participantes en la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) anticipaban que, en el primer trimestre de 2022, su facturación sería menor que a finales de 2021 y que los cuellos de botella que afectan a su producción tendrían una resolución más tardía. La recepción de las respuestas a la encuesta tuvo lugar entre el 23 de febrero y el 10 de marzo, por lo que este deterioro de las expectativas empresariales estaría reflejando los primeros efectos de la guerra⁵. Finalmente, los datos de marzo de la afiliación a la Seguridad Social muestran una cierta moderación de su dinamismo, que se suma a la que pudo observarse ya en febrero.

La estimación del crecimiento del PIB en el primer trimestre está sometida, en este contexto, a un elevado grado de incertidumbre. A la escasa evidencia disponible acerca de los efectos de la guerra sobre el producto de la economía cabe unir las dificultades para medir el impacto del cese de actividad al que algunas empresas se han visto obligadas como consecuencia de no poder disponer de determinados bienes que intervienen en el proceso productivo, debido al paro del transporte por carretera. Además, la información relativa a la ejecución de los proyectos vinculados con el programa NGEU no es, en tiempo real, lo suficientemente abundante como para poder estimar con precisión su contribución al crecimiento. La estimación de la tasa de variación intertrimestral del PIB incorporada en estas proyecciones es del 0,9%, frente al 2,2% del trimestre previo. Por las razones expuestas, esta cifra está sometida a una elevada incertidumbre.

En los próximos trimestres se espera que la agresión rusa a Ucrania afecte negativamente a la actividad económica a través del mantenimiento de niveles elevados de los precios de las materias primas, el impacto de la incertidumbre asociada al desarrollo de la guerra sobre

las decisiones de gasto de los agentes españoles y el menor ritmo de expansión de los mercados mundiales, factores a los que cabe sumar la persistencia de distorsiones en las cadenas de aprovisionamiento⁶. Por otro lado, estos efectos adversos se verán parcialmente contrarrestados por el soporte proporcionado por las medidas incluidas en el Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania⁷, la ejecución de los proyectos financiados a través del programa NGEU, unas condiciones de financiación todavía favorables (aunque algo más estrictas que en trimestres precedentes) y la mejora gradual de la situación epidemiológica.

Se prevé que el impacto macroeconómico más intenso de la guerra se observará en el segundo trimestre del año y que, en ausencia de una escalada del conflicto, el dinamismo de la actividad aumentará gradualmente en el segundo semestre⁸. En términos de la tasa media anual, se estima que el PIB podría crecer en el entorno del 4,5% en 2022 (véanse gráfico 4 y cuadro 1). Una parte importante de este incremento se debe a que el elevado ritmo de crecimiento del PIB en la segunda mitad de 2021 impulsa, desde una perspectiva meramente contable, el avance de la actividad en 2022 en tasa media anual. Como ilustración de este efecto, incluso aunque el PIB de la economía no creciera en tasa intertrimestral en ninguno de los trimestres de este año, la tasa media anual sería del 3,1%. En los dos años posteriores, el PIB avanzaría, en un contexto de continuación del proceso de recuperación tras la crisis sanitaria, un 2,9% y un 2,5%, respectivamente. La trayectoria proyectada implicaría que la recuperación del nivel de producto previo a la pandemia se retrasaría hasta el tercer trimestre de 2023 (véase gráfico 5). Al final de 2024, el PIB casi alcanzaría el nivel proyectado para entonces el pasado diciembre, del cual distaría apenas 0,3 pp, bajo el supuesto de que la actual crisis no deje daños persistentes en el tejido productivo⁹.

5 Véase M. Izquierdo (2022), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

6 Estos supuestos se han elaborado teniendo en cuenta el escenario adverso de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2022*.

7 Véase *Real Decreto-ley 6/2022*, de 29 de marzo.

8 En particular, las tasas intertrimestrales de crecimiento del PIB mostrarían un perfil creciente (0,1%, 0,4% y 0,7%, respectivamente, en cada uno de los trimestres segundo a cuarto de 2022).

9 No obstante, parece probable que una de las consecuencias de la guerra sea una cierta reversión del proceso de aumento de la complejidad de las cadenas globales de valor observado en las últimas décadas, que las empresas impulsaron al objeto de abaratar sus costes. De materializarse esta reversión, podría dar lugar a pérdidas de eficiencia y, por consiguiente, a una cierta reducción del producto potencial de la economía, que tendería a producirse más allá del final del horizonte de proyección.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

En el ámbito de los precios de consumo, las consecuencias de la guerra de Ucrania han reforzado, como se ha indicado, las fuertes tensiones inflacionistas que se venían ya registrando con anterioridad. Dadas las sendas actuales de los precios del petróleo y del gas en los mercados de futuros, se espera que la tasa de variación del componente energético alcance su nivel máximo en el segundo trimestre del año y comience a desacelerarse con posterioridad. Sin embargo, la persistencia de las alteraciones en las cadenas de suministros y la transmisión de las alzas pasadas de costes, que se ha intensificado recientemente, harán que el componente de alimentos y

la inflación subyacente (y, con ellos, el indicador general) repunten algo más en los dos trimestres centrales del año. Un supuesto crucial que subyace a las proyecciones es el de una respuesta moderada de los incrementos salariales a la inflación, lo que evita que se desencadenen fenómenos de retroalimentación entre los crecimientos de los salarios y los precios finales, y, por tanto, un agravamiento adicional del proceso inflacionario, con consecuencias adversas sobre la competitividad exterior y sobre la actividad y el empleo de la economía. Como resultado, la inflación general se aceleraría hasta el 7,5 % en 2022 en tasa media anual, pero se moderaría

Cuadro 1
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual

	PIB				Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)				Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Abril de 2022	5,1	4,5	2,9	2,5	3,0	7,5	2,0	1,6	0,6	2,8	1,8	1,7	14,8	13,5	13,2	12,8
Diciembre de 2021	4,5	5,4	3,9	1,8	3,0	3,7	1,2	1,5	0,5	1,8	1,4	1,6	15,0	14,2	12,9	12,4

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2021.

- a Fecha de cierre de las proyecciones: 31 de marzo de 2022.
- b Media anual.

Gráfico 5
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)

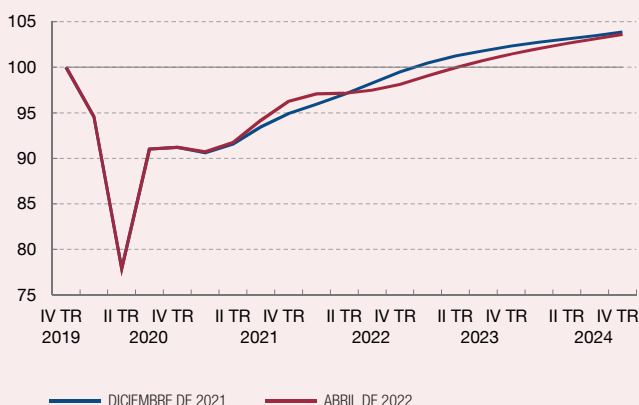
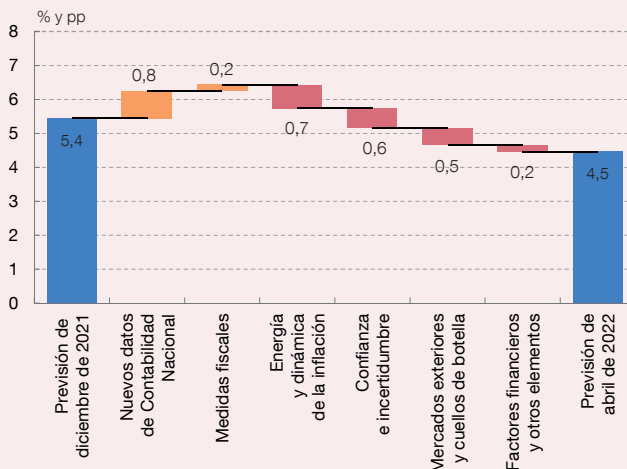


Gráfico 6
CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DEL PIB EN 2022



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

intensamente con posterioridad, hasta el 2 % y el 1,6 %, respectivamente, en 2023 y 2024.

Como se ha apuntado, el Gobierno aprobó, a finales de marzo, el Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania. El Plan incluye actuaciones para contrarrestar los efectos de la intensificación de las presiones inflacionistas como consecuencia de la guerra, que, en particular, suponen una disminución del coste de diversas fuentes energéticas y la fijación de límites a la revalorización de los alquileres de vivienda¹⁰. De acuerdo con las estimaciones realizadas, este conjunto de medidas restaría entre 0,5 pp y 0,8 pp a la tasa de inflación media de 2022.

Adicionalmente, los Gobiernos de España y de Portugal han remitido a la Comisión Europea una propuesta que limita, dentro del mercado ibérico de la electricidad, a 30 euros por megavatio/hora, el precio máximo del gas para las centrales de generación eléctrica que utilizan esta materia prima¹¹. Esta medida podría suponer una fuerte rebaja en los precios mayoristas de la electricidad y, en consecuencia, tener un impacto significativo sobre los precios pagados por los consumidores. No obstante, dado que se desconoce el modo en que esta medida se concretará finalmente, no se ha incluido en las proyecciones impacto alguno asociado a ella.

En comparación con las de diciembre, las proyecciones actuales comportan una notable revisión a la baja del crecimiento del PIB en 2022 y 2023, de 0,9 pp y 1 pp, respectivamente. El elemento que domina las revisiones son las consecuencias negativas de la guerra. En concreto, los mayores niveles de precios de las materias primas (junto con la mayor transmisión observada del encarecimiento pasado de la energía y de otros consumos intermedios a los precios de otros bienes), el menor dinamismo de la actividad

global (que, en parte, obedece a los cuellos de botella en la producción) y el aumento de la incertidumbre restarían, respectivamente, 0,7 pp, 0,5 pp y 0,6 pp a la tasa de crecimiento del PIB en 2022 en comparación con las proyecciones del pasado mes de diciembre (véase gráfico 6)¹². Estas fuentes de revisiones a la baja se ven compensadas parcialmente por dos factores de signo contrario. El más relevante de ellos son las consecuencias de la incorporación de los datos de la CNTR que no eran conocidos cuando se formularon las proyecciones de diciembre. En particular, el avance más intenso del PIB en el segundo semestre de 2021, en comparación con el que se estimaba entonces, conduce a una revisión al alza de 0,8 pp de la tasa de crecimiento del PIB en este año. Adicionalmente, se estima que las medidas aprobadas a finales de marzo para amortiguar el impacto del fuerte repunte de los precios energéticos sobre los hogares y las empresas más afectados tendrán un impacto positivo de 0,2 pp en la tasa media de crecimiento del PIB en 2022.

La evolución de los principales agregados macroeconómicos

La guerra comportará consecuencias adversas para todos los componentes de la demanda agregada. Dentro de la demanda nacional privada, el dinamismo del consumo privado se verá moderado, a corto plazo, por el aumento de la incertidumbre, por las renovadas alteraciones en las cadenas de aprovisionamiento y, sobre todo, por la merma de poder adquisitivo como consecuencia del aumento de la inflación. En particular, se resentirá la capacidad de compra de los hogares de menores ingresos, para los cuales el gasto en bienes energéticos representa una proporción más elevada dentro del total. Además, las tasas de ahorro de estos hogares suelen ser comparativamente más reducidas y la proporción de quienes han podido acumular ahorro

10 De modo más detallado, las medidas aprobadas que tienen un impacto directo sobre la inflación incluyen: i) una bonificación extraordinaria y temporal de 0,20 euros por litro en el precio de venta al público de los carburantes —que estará vigente entre el 1 de abril y el 30 de junio de 2022—; ii) una reducción de un 36 % de los cargos del sistema eléctrico que afectan a la factura de la electricidad —hasta el 31 de diciembre de 2022—; iii) la prórroga hasta el 30 de junio de 2022 de la suspensión del impuesto sobre el valor de la producción energética y de los tipos reducidos del IVA de la factura eléctrica (hasta el 10 %) y del impuesto especial sobre la electricidad (hasta el 0,5 %); iv) la prórroga en las revisiones del precio de la tarifa de último recurso de gas natural correspondientes al 1 de abril de 2022 y al 1 de julio de 2022 de la contención del incremento máximo del 15 % del coste de la materia prima imputado en esta tarifa, y v) la limitación extraordinaria, desde el 1 de abril hasta el 30 de junio, de la actualización anual de la renta de los contratos de arrendamiento de vivienda —en un máximo del 2 %—.

11 La propuesta consiste en un sistema de doble subasta. La primera subasta funcionaría como hasta ahora, de forma que las ofertas y los precios ofrecidos en la interconexión con Francia no se verían afectados y se evitaría distorsionar el mercado único europeo de electricidad. La segunda subasta se realizaría internamente para el mercado ibérico. En ella, el precio al que podrían ofertar las centrales que utilizan combustibles fósiles estaría limitado a un precio del gas de 30 €/MWh hasta diciembre de 2022.

12 Adicionalmente, en comparación con las proyecciones de diciembre, los desarrollos más recientes en relación con los dos primeros factores detraerían 0,7 pp y 0,3 pp, respectivamente, a la tasa media de crecimiento del PIB en 2023.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

extraordinario durante la pandemia es más limitada, por lo que disponen de menor margen para amortiguar el efecto del aumento de la factura energética sin ajustar a la baja su consumo de otros bienes y servicios.

A lo largo del año, la reversión paulatina de esos factores moderadores del gasto de los hogares permitirá un fortalecimiento del consumo privado, alentado por la recuperación sostenida del mercado de trabajo y por unas condiciones financieras que, aunque algo menos favorables de lo anticipado hace unos meses, seguirán siendo relativamente holgadas. En términos medios anuales, el crecimiento del consumo se situaría en el 4,5 %, el 3,9 % y el 2,4 %, respectivamente, en 2022, 2023 y 2024 (véase cuadro 2). En todo caso, la incertidumbre acerca del grado de dinamismo de este

agregado a corto plazo es elevada, porque no es fácil anticipar la evolución de la tasa de ahorro en un contexto de gran incertidumbre y alta inflación, como el actual. Por un lado, si los hogares perciben que la persistencia del repunte de los precios será relativamente limitada, tenderán a responder al encarecimiento de su cesta de bienes y de servicios ajustando temporalmente a la baja su ahorro en lugar de su consumo (medido en términos reales). Pero, por otro lado, el aumento de la incertidumbre tenderá a favorecer un mayor ahorro por motivo precautorio y a desincentivar el recurso a la bolsa de ahorro extraordinario acumulada durante la pandemia, con un impacto adverso sobre el consumo. En la última sección de este recuadro se evalúan los efectos macroeconómicos de una actitud menos precavida de los hogares ante sus decisiones de gasto.

Cuadro 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

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

	2021	Proyecciones de abril de 2022			Proyecciones de diciembre de 2021		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB	5,1	4,5	2,9	2,5	5,4	3,9	1,8
Consumo privado	4,6	4,5	3,9	2,4	5,1	5,2	2,2
Consumo público	3,1	-0,3	0,8	1,2	-0,2	0,7	1,5
Formación bruta de capital fijo	4,3	4,5	2,1	2,5	7,8	3,7	2,1
Exportación de bienes y de servicios	14,7	12,0	3,8	3,7	9,1	4,6	3,1
Importación de bienes y de servicios	13,9	9,0	3,3	2,9	6,5	4,8	3,7
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	4,6	3,3	2,7	2,1	4,4	3,9	1,9
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,5	1,2	0,2	0,4	1,0	0,0	-0,1
PIB nominal	7,4	9,1	4,8	4,3	8,1	5,6	3,6
Deflactor del PIB	2,2	4,4	1,9	1,7	2,5	1,7	1,7
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	3,0	7,5	2,0	1,6	3,7	1,2	1,5
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,6	2,8	1,8	1,7	1,8	1,4	1,6
Empleo (horas)	7,0	1,9	2,0	1,6	3,8	2,8	1,3
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	14,8	13,5	13,2	12,8	14,2	12,9	12,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,9	2,7	3,3	3,2	2,9	2,7	2,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-6,9	-5,0	-5,2	-4,7	-4,8	-4,0	-3,4
Deuda de las AAPP (% del PIB)	118,4	112,6	112,8	113,5	115,7	113,7	113,5

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2021.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 31 de marzo de 2022.

El avance de la inversión en vivienda se verá frenado, probablemente, a corto plazo por el repunte de los costes y la menor disponibilidad de ciertos materiales de construcción, rasgos que la guerra ha intensificado, y por la relativa escasez de mano de obra para determinadas tareas (lo que a su vez guarda una cierta relación con la atonía de los flujos migratorios)¹³. En el transcurso del horizonte de proyección, el dinamismo de este agregado se verá crecientemente favorecido por la esperada evolución positiva del mercado de trabajo, que refuerza las expectativas de renta futura de los hogares, por las condiciones de financiación relativamente favorables y por el despliegue de los fondos asociados al programa NGEU, dado que el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) asigna a la rehabilitación de viviendas una proporción significativa de las transferencias recibidas del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia europeo.

La inversión de las sociedades no financieras acusará a corto plazo el repunte de la incertidumbre derivado de la guerra, el impacto adverso del aumento de costes de producción sobre los márgenes empresariales y la persistencia de las alteraciones en las cadenas de suministro. La incidencia del encarecimiento de la energía puede ser especialmente acusada en las ramas más intensivas en su uso (como la metalurgia, la siderurgia, el transporte y las industrias químicas y extractivas). En todo caso, estimaciones propias apuntan a que, bajo el supuesto de que el aumento del coste de la energía tendrá un carácter transitorio, el incremento de la proporción de empresas con dificultades para cubrir ese encarecimiento sería modesto, si bien crecerá algo más precisamente en las ramas más intensivas en consumo eléctrico y en algunos otros consumos intermedios cuyo encarecimiento ha sido más elevado. Una vez superada la fase más aguda del conflicto bélico, se espera que la inversión vuelva a presentar ritmos de avance positivos, al compás de la recuperación paulatina de la confianza, la relajación de las tensiones inflacionistas, la disminución de los cuellos de botella, el aumento del grado de utilización de la capacidad instalada (que supera ya los niveles previos a la crisis sanitaria en diversas ramas manufactureras), el impulso

proporcionado por los proyectos asociados al programa NGEU y las necesidades de acometer procesos de digitalización, acrecentadas a raíz de la pandemia.

Por lo que respecta a los intercambios comerciales con el resto del mundo, el avance de las exportaciones de bienes tenderá a moderarse en los próximos meses, debido al menor crecimiento de los mercados exteriores y a la intensificación de las alteraciones en las cadenas globales de suministros, que se están traduciendo en aplazamientos de las entregas de pedidos. Posteriormente, el alivio de las dificultades actuales permitirá que el comercio mundial recobre un mayor dinamismo, lo que se verá reflejado en una evolución más expansiva de las ventas de bienes al resto del mundo. Por su parte, los flujos de llegadas de turistas pueden verse afectados también, a corto plazo, por las incertidumbres vinculadas a la guerra. No obstante, la mejora de la situación epidemiológica debería permitir una prolongación de la senda de recuperación observada en los últimos trimestres, lo que posibilitaría que, a comienzos de 2024, se recuperaran los niveles prepandemia. El ritmo de avance de las importaciones de bienes y de servicios también se resentirá en los próximos meses, como reflejo del impacto negativo de la guerra sobre la actividad y sobre las disrupciones en las cadenas de suministro. Posteriormente, se espera que las compras al resto del mundo mantengan una senda creciente, en línea con el avance de la demanda final.

La trayectoria ascendente de las horas trabajadas y del número de ocupados se prolongará a lo largo del horizonte de proyección, aunque en el bienio 2022-2023 su avance será menos intenso que el proyectado en diciembre. En consonancia con la recuperación del empleo, la tasa de paro seguirá descendiendo, hasta situarse en el 12,8% en 2024¹⁴.

La guerra constituye una fuente de presión adicional sobre las cuentas públicas. En 2021, el cierre presupuestario ha sido más favorable de lo que anticipaban las proyecciones de diciembre. No obstante, el déficit público en proporción del PIB es revisado al alza a lo largo del horizonte de proyección como consecuencia del empeoramiento de las perspectivas de

13 Los elevados costes eléctricos han conducido a paradas puntuales de la producción en las industrias siderúrgica y cementera, cuya hipotética persistencia podría dar lugar a dificultades de abastecimiento de materiales en la construcción. Por otro lado, para una discusión de los efectos recientes de la reducción de los flujos netos migratorios sobre el mercado de trabajo, véase el recuadro 5, «Flujos migratorios en España durante la crisis del COVID-19 y su incidencia sobre la oferta laboral», de este Informe.

14 La evolución menos expansiva del empleo proyectada ahora en comparación con el ejercicio de diciembre es compatible con una revisión a la baja de la previsión de la tasa de paro en 2022. La razón es el punto de origen más favorable sobre el que se anclan las previsiones tras la publicación de los datos del cuarto trimestre de 2021, lo que a su vez se explica por el escaso dinamismo de la población activa en ese período.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

la actividad económica, de las medidas adoptadas a corto plazo para mitigar el impacto de la guerra y de la actualización de determinadas partidas de gasto con una senda de inflación más elevada (véase anejo 1). En consecuencia, en ausencia de medidas de corrección, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) seguirá siendo muy elevado en 2024, del 4,7% del PIB, más de 1 pp por encima de lo que se proyectaba el pasado diciembre. Como resultado de las trayectorias proyectadas para el saldo de las AAPP y para el PIB nominal, la ratio de endeudamiento público presentaría un modesto descenso, de forma que en 2024 se situaría en el 113,5% del PIB, 6,5 pp por debajo de la cota máxima alcanzada en 2020 y 18 pp por encima del nivel de finales de 2019.

Precios y costes

La agresión a Ucrania ha exacerbado las tensiones inflacionistas que se fueron acumulando a lo largo de 2021. Entre diciembre de 2020 y febrero de 2022, el aumento interanual de los precios de consumo pasó del -0,6% al 7,6%, con sorpresas al alza recurrentes a partir del verano del pasado año. Este fuerte repunte de la inflación responde a tres causas principales. La primera de ellas es la recuperación de la actividad. La fuerte

caída de la demanda en 2020 causó una notable desaceleración de los precios de muchos productos. La normalización posterior de esos precios se tradujo en efectos base de magnitud significativa a partir de la primavera de 2021 (véanse las barras rojas del gráfico 7). En segundo lugar, las alteraciones en las cadenas globales de producción, unidas al encarecimiento del transporte marítimo mundial y al incremento de la demanda de determinados bienes (en particular, electrónicos), han provocado un encarecimiento de numerosas materias primas y bienes intermedios, que se ha trasladado parcialmente a los precios de los bienes finales. Un tercer factor que ha desempeñado un papel muy relevante en la evolución reciente de la inflación ha sido el encarecimiento de la energía, particularmente de la electricidad, explicado a su vez, sobre todo, por el acusado repunte de los precios del gas natural en los mercados europeos.

Por el momento, las empresas habrían repercutido solamente una parte limitada de sus aumentos de costes a los precios de venta de sus productos, como apunta la edición más reciente de la EBAE, referida al primer trimestre de 2022¹⁵. Y los crecimientos salariales han seguido siendo moderados.

Gráfico 7
EFECTOS BASE E IMPLICACIONES MECÁNICAS SOBRE LA TASA DE INFLACIÓN

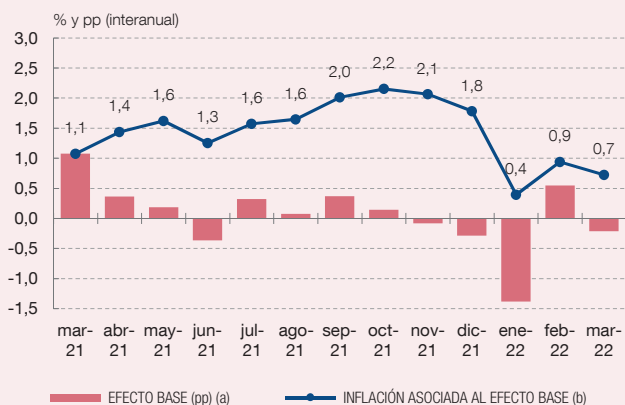
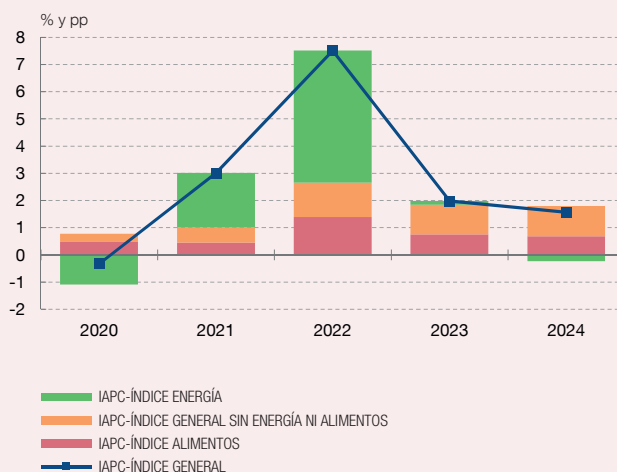


Gráfico 8
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMPONENTES



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a Calculado como la desviación de las tasas intermensuales en t-12 respecto a las medias del período (enero de 2012-febrero de 2020), cambiadas de signo.
- b Inflación mecánica obtenida acumulando los efectos base sobre los meses siguientes.

15 En concreto, aunque el 81,6% de las empresas encuestadas experimentaron en ese período un incremento del coste de sus consumos intermedios, solamente el 41,2% de ellas aumentaron el precio de venta de sus productos. Véase M. Izquierdo (2022), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2022», Notas Económicas, Boletín Económico, 1/2022, Banco de España.

La prolongación del período de aumentos de los precios de las materias primas, energéticas y no energéticas, a ritmos cada vez más elevados habría motivado la incorporación a las proyecciones de un mayor grado de persistencia del episodio inflacionista incluso en ausencia del estallido bélico. Pero, además, la guerra ha conducido a un encarecimiento adicional de las materias primas, en un entorno de elevada volatilidad, que se ha reflejado en un fuerte repunte de la inflación, que, según el IAPC, en marzo alcanzó el 9,8%. De acuerdo con las sendas de los mercados de futuros, los precios del petróleo y del gas se mantendrán a lo largo del primer semestre en registros muy superiores a los de hace tres meses.

En consecuencia, estas proyecciones incorporan una transmisión algo más pronunciada de los aumentos de costes intermedios a los precios finales. No obstante, esa traslación sigue siendo moderada, en línea con la información de la EBAE. En este mismo sentido, se mantiene el supuesto de que la traslación del repunte de la inflación de precios a los crecimientos salariales es reducida. Con los datos disponibles hasta febrero, los convenios colectivos revelan una leve aceleración en los salarios pactados para 2022, aunque todavía reflejan, mayoritariamente, el resultado de negociaciones llevadas a cabo en un entorno de menor inflación¹⁶. En concreto, el alza pactada para 2022 en los convenios colectivos registrados hasta el mes de febrero ha sido del 2,3%. En un futuro, el supuesto de traslación limitada del repunte inflacionista a los crecimientos salariales se sustenta en tres argumentos: las expectativas de crecimiento de los precios a medio plazo de alrededor del 2%, el carácter plurianual de la negociación colectiva (de modo que, en una primera aproximación, la evolución de la inflación en un año en concreto tiene la capacidad de influir sobre los incrementos salariales de solamente en torno a un tercio de los convenios) y la reducida prevalencia de las cláusulas de salvaguarda. No obstante, el peso de estas últimas está aumentando recientemente, lo que, junto con la posibilidad de que, en un contexto de tasas de inflación elevadas, las demandas salariales incorporen expectativas de mayor inflación, subraya el riesgo de aparición de los fenómenos de realimentación entre precios y salarios conocidos como «efectos de segunda vuelta». La prolongación del episodio inflacionista también aumenta la probabilidad de que las empresas trasladen los costes de los consumos intermedios a los precios finales en mayor medida respecto a lo observado hasta ahora.

Con estos ingredientes, la inflación se mantendría en cotas muy elevadas hasta el tercer trimestre de 2022, pero comenzaría a descender con posterioridad, cuando empiecen a corregirse los factores que han alimentado el repunte reciente. En particular, las cotizaciones de las materias primas energéticas en los mercados de futuros describen una trayectoria descendente, de tal modo que la reducción gradual de los precios del petróleo y del gas, según estos mercados, los situaría hacia comienzos de 2023 en niveles solo algo superiores a los del inicio de 2022. Con ello, el componente energético se desaceleraría desde el 46,2% en el primer trimestre de 2022 hasta el 9,1% en el primer trimestre de 2023 (y alcanzaría tasas negativas desde la segunda mitad de ese año). En el conjunto de 2022, la inflación se situaría, en promedio, en el 7,5% (véase gráfico 8). La tasa anual se reduciría hasta alrededor del 2% en 2023, cuando el componente energético pasaría a tener una contribución negativa al avance de los precios. A partir de finales de 2023, el crecimiento del IAPC presentaría una tendencia levemente ascendente, reflejo en gran medida de la evolución de los componentes no energéticos, y, en promedio, alcanzaría el 1,6% en 2024. Por lo que respecta a la inflación subyacente, sus cotas máximas se alcanzarían unos meses más tarde que en el caso del índice general. En concreto, este indicador no comenzaría a descender hasta finales de 2022, una vez que se corrijan las presiones al alza sobre los costes de las empresas asociadas a los precios energéticos y a los cuellos de botella, de forma que en el conjunto del año repuntará, en promedio, hasta el 2,8%. Con posterioridad, la reducción paulatina del grado de holgura cíclica daría lugar a un aumento sostenido, aunque moderado, de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos, de forma que la tasa de inflación subyacente se situará, en promedio, en el 1,8% en 2023 y en el 1,7% en 2024.

En comparación con las proyecciones de diciembre, la revisión al alza de las proyecciones de inflación para 2022 tiene una magnitud sustancial, que responde, sobre todo, al punto de origen más elevado como consecuencia de las sorpresas recientes, particularmente en el componente energético. En concreto, este componente se revisa al alza en 22,7 pp este año. No obstante, las proyecciones actuales incluyen también la expectativa de que los precios de los bienes industriales no energéticos muestren mayores presiones inflacionistas en los próximos meses,

16 Véase el recuadro 6, «Un primer análisis acerca del impacto de la inflación sobre la negociación colectiva en 2022», de este Informe.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

debido a la mayor intensidad y persistencia de los aumentos de costes. También se revisa al alza, aunque con mucha menor intensidad, la tasa de inflación en 2023. La inflación subyacente presenta revisiones en la misma dirección, pero de una magnitud muy inferior.

Las fuentes de incertidumbre en torno al escenario central

En conjunto, dado que en el escenario anterior se ha supuesto una persistencia limitada de los efectos de la crisis de Ucrania, los riesgos al escenario central de las proyecciones están orientados a la baja en el caso de la actividad y al alza en el caso de la inflación. El origen fundamental de esta valoración son los desarrollos en torno a la agresión a Ucrania. En efecto, la complejidad de las repercusiones de la guerra y las incertidumbres que rodean el propio desarrollo de esta dificultan la elaboración de proyecciones macroeconómicas. Una forma de ilustrar estas dificultades para valorar las perspectivas de la economía española es la realización de diversos análisis de sensibilidad que permitan evaluar las implicaciones de la materialización de distintos riesgos.

En concreto, se han considerado tres posibles fuentes de riesgos adversos desde el lado de la oferta (que conllevarían menor crecimiento del producto, pero mayor inflación) y una favorable, con características de perturbación positiva de demanda (que impulsaría la actividad, aunque lo haría a expensas de un mayor crecimiento de los precios de consumo). Los tres primeros riesgos son, en concreto, un aumento más intenso y duradero de los precios de las materias primas, un cierre completo de los flujos comerciales bilaterales entre Rusia y la Unión Europea (UE) y la hipotética emergencia de efectos de segunda vuelta del aumento de los precios de la energía. El cuarto riesgo es una mayor demanda de los hogares asociada a una reducción más rápida del exceso de ahorro acumulado durante la pandemia.

Se ha hecho uso de las herramientas analíticas disponibles en el Banco de España para valorar el impacto de estos cuatro elementos de riesgo, en forma de desviaciones frente al escenario central, sobre

variables clave de las proyecciones, como el PIB, la inflación o el empleo. En concreto, se utiliza el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)¹⁷ para todos los ejercicios, salvo el que considera un corte en los suministros procedentes de Rusia, para el que se utiliza un modelo sectorial multipaís¹⁸.

El primero de los ejercicios de sensibilidad llevados a cabo parte del supuesto de que llegaran a producirse incrementos más importantes y persistentes de los precios de las materias primas energéticas. En concreto, se asume que el precio de la energía se situaría a corto plazo en el nivel más alto alcanzado desde el inicio de la guerra (observado a mediados del pasado mes de marzo) y se mantendría en ese nivel a lo largo de todo el horizonte de proyección. Bajo este supuesto, el nivel del PIB se reduciría, en términos acumulados, hasta 2024 en 0,7 pp, mientras que la inflación sería cuatro décimas superior en 2022 y 2023 (véase gráfico 9).

En el segundo ejercicio, una escalada de la guerra que, hipotéticamente, desencadenara el cierre de los flujos comerciales entre Rusia y la UE conllevaría la interrupción del suministro de productos energéticos y, por tanto, la necesidad de recurrir a proveedores alternativos para satisfacer la demanda. La capacidad de los países de la UE de sustituir esos insumos energéticos procedentes de Rusia es limitada y costosa a corto plazo, lo que daría lugar a efectos potencialmente severos sobre el PIB y la inflación, también en España, a pesar de su menor dependencia de esas importaciones. En concreto, en función de cuál fuera ese grado de sustituibilidad de la energía procedente de Rusia, el cierre del comercio entre este país y la UE podría llevar a un nivel del PIB español que sería entre 0,6 pp y 1,3 pp inferior al que se daría en ausencia de semejantes cortes de suministro, mientras que el nivel de precios de consumo sería entre 1 pp y 1,5 pp mayor (véase gráfico 10). En todo caso, estos efectos serían significativamente más reducidos que los que tendrían lugar en otras economías europeas más dependientes del gas ruso¹⁹.

El tercer ejercicio realizado ilustra en qué medida los efectos a medio plazo del aumento del precio de la

17 Véase A. Arencibia Pareja, S. Hurtado, M. de Luis López y E. Ortega (2017), *New Version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)*, Documentos Ocasionales, n.º 1709, Banco de España.

18 Véase D. Baqaee y E. Fahrenberg (2022), *Networks, Barriers, and Trade*, Documento de Trabajo NBER, n.º 26108.

19 Véase J. Quintana (2022), «Consecuencias económicas del cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.

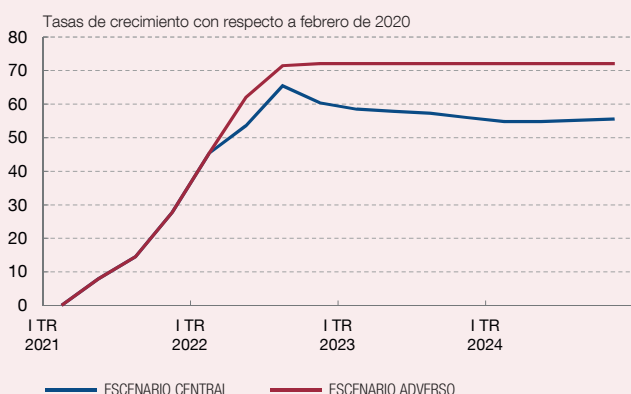
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

energía sobre la economía española dependen de su grado de traslación al resto de los precios y salarios. En las proyecciones presentadas en este recuadro, el encarecimiento de la energía se refleja con retraso y de forma parcial en los salarios, mientras que el resto de los precios, representados por la inflación subyacente, responden de manera muy limitada ante esta perturbación. El MTBE permite simular el impacto sobre la actividad y el

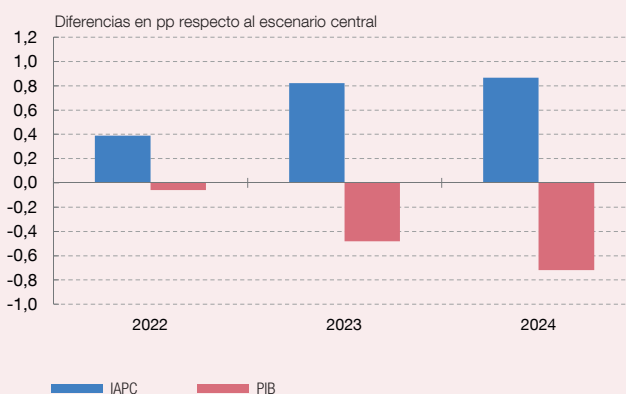
empleo de una reacción del resto de los precios nacionales y de los salarios privados superior, en línea con el efecto directo del aumento del precio de la energía sobre el nivel general de precios. El impacto negativo acumulado sobre la actividad y el empleo, en diferencias respecto a las proyecciones actuales, podría ser de aproximadamente 1,5 pp en 2024 (véase gráfico 11)²⁰. Estas consecuencias adversas están asociadas a la pérdida de competitividad

Gráfico 9
¿Y SI LOS ELEVADOS PRECIOS DE LA ENERGÍA SON MÁS PERSISTENTES?

1 SHOCK DEL PRECIO DE LA ENERGÍA



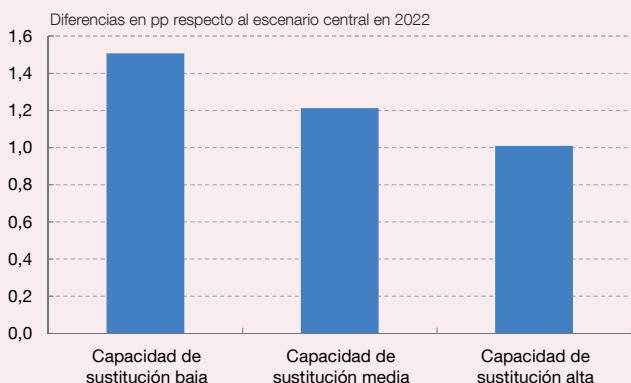
2 IAPC Y PIB



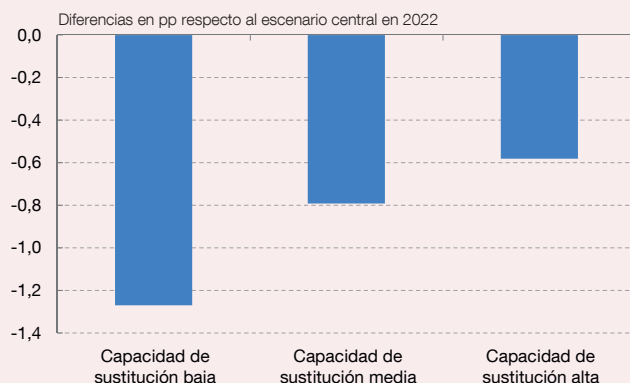
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Gráfico 10
¿Y SI SE CIERRA EL COMERCIO CON RUSIA?

1 IAPC



2 PIB



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

20 Nótese que la reacción salarial para evitar la pérdida de poder adquisitivo no evita una reducción en la renta disponible real de los hogares, debido a que se amplía la caída del empleo, y se genera un aumento adicional de la inflación.

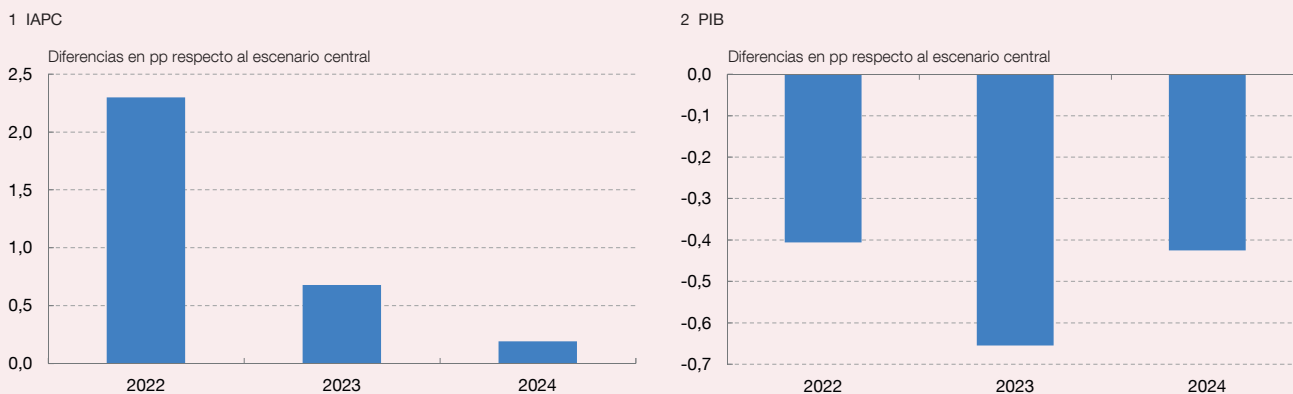
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

exterior resultante, que reduce las exportaciones y la inversión productiva privada.

El cuarto ejercicio de sensibilidad realizado considera la posibilidad de que los hogares recurran en mayor medida a la bolsa de ahorro extraordinario generada durante la pandemia, cuya magnitud estimada a finales de 2021 se situaba en el entorno de los 85 mm de euros. En concreto, se asume que en este escenario alternativo se utilizan dos terceras partes de esa bolsa (el doble que en el escenario central). El aumento del consumo resultante generaría un incremento de los niveles de PIB y de empleo de cuatro décimas en 2022 y de otras dos décimas adicionales entre 2023 y 2024 (véase gráfico 12).

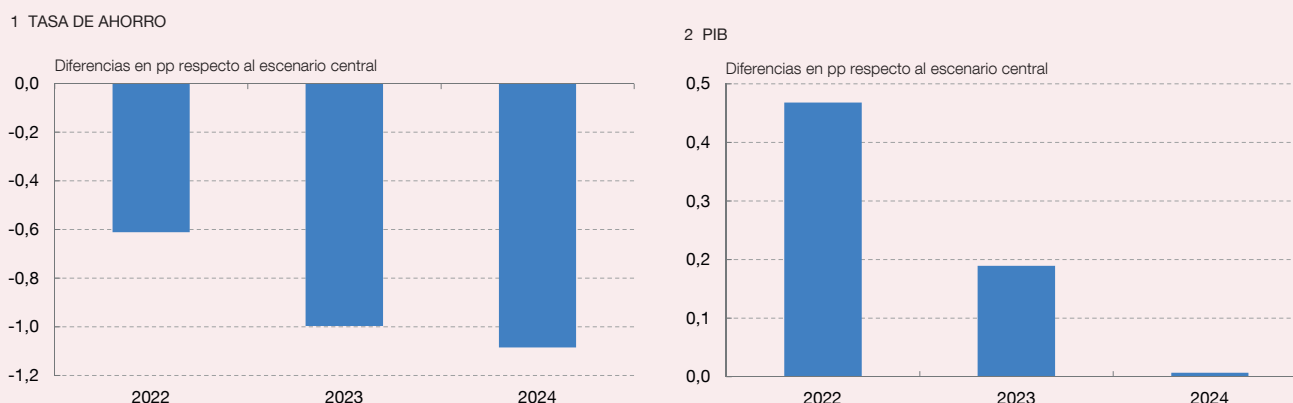
Los elementos de riesgo considerados no son mutuamente excluyentes, de modo que cabe la posibilidad de que dos o más de ellos se materialicen de forma simultánea (y con distinto grado de gravedad del considerado). En todo caso, en tal eventualidad, la complejidad de las interrelaciones entre el producto, el empleo y la inflación hace que el impacto agregado de estas perturbaciones no sea la mera suma de los efectos individuales. Por último, como se ha señalado, la situación actual se caracteriza por la predominancia de riesgos a la baja para la actividad y al alza para la inflación. Por este motivo, no se puede descartar, en principio, que un agravamiento de las consecuencias macroeconómicas de la guerra pueda conducir eventualmente a caídas transitorias de la actividad.

Gráfico 11
¿Y SI SE PRODUCEN EFECTOS DE SEGUNDA VUELTA IMPORTANTES?



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Gráfico 12
¿Y SI EL CONSUMO DE LOS HOGARES MUESTRA UN MAYOR DINAMISMO?



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

ANEJO 1

Supuestos que subyacen a las proyecciones

La construcción de las proyecciones se sustenta sobre determinados supuestos acerca de la trayectoria de un conjunto de variables referidas a los mercados exteriores de bienes y de servicios de la economía española, los precios en los mercados financieros y de materias primas, y la política fiscal. Las hipótesis referidas a los mercados de exportación y a los precios de los competidores en moneda local se han tomado de las proyecciones macroeconómicas del BCE para el área del euro de marzo de 2022. Dado el deterioro registrado en las perspectivas económicas desde la fecha de cierre de dicho ejercicio, se ha optado por tomar como referencia el escenario adverso contenido en dichas proyecciones, que recoge, en particular, una notable revisión a la baja en el crecimiento proyectado del PIB del área del euro en 2022 con respecto a diciembre (1,7 pp en 2022, como se observa en el cuadro A.1), en línea con las previsiones de demanda global publicadas por otros organismos.

Los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios del petróleo y otras materias primas están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre de cada ejercicio de proyecciones (que, en este caso, es el 31 de marzo). En el caso concreto de los tipos de cambio, se adopta la cotización en el mercado de contado, mientras que, para el resto de las variables enunciadas, se toman en consideración los valores observados en los mercados de futuros para cada momento del horizonte de proyección.

Por lo que respecta al precio del petróleo, el marcado incremento que ha presentado en la parte transcurrida de 2022 revertiría parcialmente a partir de mediados de año. De este modo, en términos de los promedios anuales, tras aumentar un 47,4 % en 2022, hasta situarse en 104,8 dólares por barril, el precio del crudo se reduciría posteriormente hasta alcanzar los 91,4 y 83,6 dólares por barril, respectivamente, en 2023 y 2024. En cuanto al precio de la electricidad, las hipótesis formuladas han tomado en consideración las cotizaciones en los mercados mayoristas de futuros para los próximos doce meses, hasta marzo de 2023. Sin embargo, más allá de ese horizonte, la información sobre los precios negociados en estos mercados es más escasa, por lo que, como ya se hiciera en septiembre y diciembre, se ha optado por realizar un supuesto, relativamente neutral, que contempla aumentos de precios

intermensuales iguales al promedio observado en los años anteriores al inicio de la pandemia. Como puede observarse en el cuadro A.1, los supuestos actuales comportan una cierta revisión al alza de la senda de crecimiento del precio de la electricidad.

Los tipos de interés negociados en los mercados de futuros se han revisado sustancialmente al alza desde el anterior ejercicio de previsión. El euríbor a tres meses se elevaría progresivamente a lo largo del horizonte de proyección, hasta alcanzar el 1,2 % en 2024, 1,7 pp por encima de los registros de 2021 y 1,2 pp por encima de lo anticipado en diciembre para ese período. Los supuestos relativos a la rentabilidad de la deuda soberana a diez años también han reflejado un tensionamiento desde el inicio de la guerra en Ucrania. De media, la rentabilidad de la deuda soberana a diez años se situaría en 2022 en el 1,4 %, 0,7 pp más de lo anticipado en diciembre, y aumentaría hasta el 1,7 % y el 1,9 %, respectivamente, en 2023 y 2024. Por otra parte, se proyecta un tipo de cambio algo más depreciado que en diciembre. En concreto, el nivel del tipo de cambio efectivo nominal del euro a lo largo del horizonte de proyección estaría depreciado en un 1,2 % con respecto a lo observado, en promedio, en 2021. El tipo de cambio del euro frente al dólar se ha depreciado en una magnitud algo superior (un 2,1 %).

La evolución de la confianza de los agentes y el repunte en los niveles de incertidumbre se capturan a través de dos indicadores. El primero, desarrollado por el Banco de España y denominado «DENSI» (*Daily Economic News Sentiment Indicator*), trata de medir la evolución del sentimiento económico en España (véase gráfico 3 de este recuadro), mientras que el segundo, llamado «EPU» (*Economic Policy Uncertainty*), recoge la incertidumbre vinculada a la senda de las políticas económicas. En ambos casos, la información de base para su elaboración son las noticias publicadas en prensa. De cara al futuro, se proyecta una senda para estos indicadores acorde con la evolución mostrada en otros episodios de crisis, de forma que ambos presentarían una mejoría gradual una vez superada la fase más aguda de la guerra.

El impacto de la guerra sobre las disrupciones en los procesos productivos se aproxima utilizando un marco analítico basado en las tablas *input-output* globales. Este enfoque permite explorar las consecuencias de perturbaciones en los flujos de comercio mundial como las observadas a raíz de la guerra sobre un conjunto muy granular de sectores, identificando tanto sus impactos

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

directos como los indirectos —esto es, los «efectos arrastre» entre sectores—, ya sean nacionales o internacionales. Esto es necesario, dado que, en un contexto de elevadas interconexiones económicas a escala global, evaluar el impacto sobre los sectores nacionales de la perturbación que supone la guerra requiere incorporar explícitamente en el análisis la forma en que dichas perturbaciones afectan a las dinámicas de actividad en nuestros principales socios comerciales, cuyas importaciones procedentes de Rusia suponen, en algunos casos, un peso significativo dentro del total.

En el ámbito de la política fiscal, las principales novedades con respecto a diciembre son el cierre más favorable de lo esperado de las cuentas públicas en 2021 y el paquete de

medidas aprobado por el Gobierno, el pasado 29 de marzo, para hacer frente a las consecuencias de la invasión de Ucrania²¹. En la evolución más positiva de las finanzas públicas del año pasado influyeron tanto un menor volumen de gasto relacionado con el COVID-19 como una ejecución más positiva de los ingresos durante los meses finales del año. Así, los 7 mm de euros incorporados en el Real Decreto-ley 5/2021, de 12 de marzo, para financiar ayudas directas a las empresas en 2021 finalmente no se consumieron en su totalidad²². Por su parte, el elevado dinamismo de los ingresos impositivos (incluyendo cotizaciones sociales) supuso un aumento de su ratio sobre PIB de 1,6 pp con respecto a 2020 y de 3,7 pp con respecto a 2019. Se asume que buena parte de ese incremento excepcional revertirá en los años 2022-2024.

Cuadro A.1
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2021	Proyecciones de abril de 2022			Diferencia entre las previsiones actuales y las de diciembre de 2021 (b)		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Crecimiento del PIB de la UEM (c)	5,4	2,5	2,7	2,1	-1,7	-0,2	0,5
PVPC componente energía en €/MWh (nivel) (d)	180,5	309,7	283,9	307,7	8,4	-0,3	9,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	104,8	91,4	83,6	27,3	19,1	14,3
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,11	1,10	1,10	-0,02	-0,03	-0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (e) (nivel 2000 = 100)	120,7	115,3	115,0	115,0	-1,4	-1,7	-1,7
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (f)	-0,5	-0,2	0,9	1,2	0,2	1,1	1,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años) (f)	0,3	1,4	1,7	1,9	0,7	0,9	0,8

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 31 de marzo de 2022. 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 el PIB de la UEM, en nivel para el precio de la electricidad, el petróleo y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.

c Obtenido de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2022*.

d Precio voluntario para el pequeño consumidor de la energía eléctrica.

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

f 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.

²¹ Véase Real Decreto-ley 6/2022.

²² Tampoco se hizo uso de los 3 mm de euros previstos para reestructuración de deudas, aunque en este caso las empresas tienen hasta junio de 2023 para solicitar estas ayudas.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

El nuevo paquete aprobado incluye diversas medidas para contener el impacto del aumento de los costes energéticos sobre los consumidores y las empresas, ayudar a los sectores más afectados por este incremento y a las familias más vulnerables, así como asignar los recursos necesarios para la acogida de refugiados, con un coste total para las AAPP estimado por el Gobierno en 6 mm de euros²³. La vigencia de estas medidas es temporal, entre los meses de abril y junio, afectando, por tanto, solo a la previsión del saldo de las AAPP en el año en curso. No obstante, queda abierta la posibilidad de su extensión en caso de que las tensiones en los mercados

energéticos persistan, lo que constituye un riesgo con respecto a las previsiones actuales.

Por su parte, el supuesto acerca del volumen de gasto financiado con los fondos del programa NGEU ha sido revisado ligeramente a la baja, como consecuencia de que el ritmo de ejecución en 2021 haya sido algo inferior al esperado inicialmente. Para 2022 se prevé un incremento considerable de estos gastos, sobre la base de los anuncios del Gobierno y la información acerca de convocatorias contenida en la página de Internet del PRTR. En 2023 se produciría un aumento

Esquema A.1
SÍNTESIS DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 2022-2024

	2022	2023	2024	PRINCIPALES MOTIVOS PARA LA REVISIÓN (respecto a las previsiones de diciembre)
PIB	<p>4,5 %</p> <p>↓ 0,9 pp</p>	<p>2,9 %</p> <p>↓ 1,0 pp</p>	<p>2,5 %</p> <p>↑ 0,7 pp</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sorpresa al alza en los datos de crecimiento económico de 2021 • Impacto adverso del conflicto bélico en Ucrania a través de tres canales principales: <ul style="list-style-type: none"> – Canal de materias primas: fuerte repunte de los precios de la energía; tasas de inflación más elevadas y posiblemente más persistentes – Canal comercial: sanciones a Rusia; agravamiento de algunos cuellos de botella; deterioro de las perspectivas de crecimiento global – Canal de confianza: aumento de la incertidumbre, que lastra las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas
Inflación	<p>7,5 %</p> <p>↑ 3,8 pp</p>	<p>2,0 %</p> <p>↑ 0,8 pp</p>	<p>1,6 %</p> <p>= 0,0 pp</p>	<p>PRINCIPALES FUENTES DE INCERTIDUMBRE</p> <ul style="list-style-type: none"> – Duración e intensidad del conflicto bélico en Ucrania – Evolución de los precios de la energía y de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor – Intensidad de los efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación – Evolución del consumo de los hogares y recurso a la bolsa de ahorro que han acumulado en los últimos años – Evolución de las condiciones financieras en un contexto de normalización de la política monetaria a escala global – Ejecución e impacto macroeconómico de los fondos europeos – Evolución de la pandemia

FUENTE: Banco de España.

23 Se incluyen además 10 mm de euros para garantizar préstamos a las empresas afectadas.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

adicional. Este gasto afecta principalmente a la inversión pública y a las ayudas concedidas para la inversión de otros sectores, y, en menor medida, al consumo público y a las prestaciones sociales. El impacto positivo estimado sobre la tasa de crecimiento del PIB en 2022 sería de 1,4 pp, ligeramente inferior al anticipado en diciembre.

Adicionalmente, para el año en curso se incluyen las medidas aprobadas en los presupuestos de las distintas AAPP, como las subidas de sueldo de los funcionarios y de las pensiones y otras prestaciones sociales. En el resto de los años, y para las variables no mencionadas, las previsiones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. Así, las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —como, por ejemplo, las compras y las transferencias en especie— evolucionarían en línea con los precios y el crecimiento potencial de la economía española. Los ingresos públicos crecerían según sus bases impositivas, que dependen principalmente del

contexto macroeconómico, si bien se incorpora, como ya se ha señalado, una corrección del aumento excepcional de la ratio de ingresos sobre PIB de 2021. El gasto en pensiones de 2023 y 2024 viene determinado por las tendencias demográficas y por la indiciación de su importe con el IPC²⁴, las prestaciones por desempleo dependen esencialmente de la evolución del paro y los pagos por intereses reflejan los movimientos en el endeudamiento público y los tipos de interés.

Dados estos supuestos y previsiones relativos a las variables fiscales, y dada la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario neto de los fondos europeos²⁵, sería expansivo en 2022 y 2023 (en 1,6 pp y 1,1 pp del PIB, respectivamente), para pasar a ser contractivo en 2024 (-0,7 pp), como consecuencia de la reducción de los gastos financiados con el programa NGEU.

24 En concreto, de acuerdo con la Ley 21/2021, de 28 de diciembre, las pensiones se revalorizan cada año con la media de las tasas interanuales de los doce últimos meses hasta noviembre del año precedente.

25 Los fondos europeos procedentes del programa NGEU que se van a recibir suponen un menor déficit estructural, pero no un tono más contractivo de la política fiscal, ya que no son el fruto de la recaudación sobre los agentes residentes. Por tanto, para medir correctamente el tono de la política fiscal, la variación del saldo estructural primario se debe corregir de este efecto, restándole la variación del saldo neto de recursos procedentes de la UE.