

## INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



## Editorial

**La actividad económica global ha perdido dinamismo en los meses de verano.** Ello es consecuencia de una serie de factores adversos que interactúan entre sí. El repunte de la inflación mundial se ha intensificado hasta niveles inéditos en varias décadas, lo que está motivando una reacción contundente de los bancos centrales, que, a su vez, está dando lugar a un tensionamiento de las condiciones financieras. Además, una porción muy elevada de la aceleración de los precios de consumo está viniendo determinada, en la mayor parte de las jurisdicciones, por el incremento del coste de muchas materias primas importadas, lo que está comprimiendo el poder de compra de las rentas de hogares y de empresas no financieras. A su vez, el encarecimiento de numerosas materias primas se ha visto acrecentado por las consecuencias de la guerra en Ucrania, que, adicionalmente, ha alimentado la incertidumbre acerca de la seguridad del suministro energético en Europa, e incluso acerca de la posibilidad de que se produzca una escalada significativa de las tensiones geopolíticas globales.

**A partir de mediados de agosto se ha observado un tensionamiento de las condiciones financieras globales.** Al comienzo del verano, la percepción de que los bancos centrales pudieran optar, a la luz de la ralentización de la actividad, por moderar el ritmo de endurecimiento de las políticas monetarias llevó a un aumento del apetito por el riesgo, con alzas en los mercados bursátiles y una relajación de los tipos de interés. Pero, posteriormente, la reafirmación por las autoridades monetarias de la firmeza de su compromiso de lucha contra la inflación hizo que se revirtieran esas tendencias. Un rasgo relevante de los desarrollos observados en los mercados financieros globales está siendo la apreciación generalizada del dólar, desarrollo que puede tener implicaciones relevantes para otros países, como el reforzamiento del encarecimiento de las materias primas —dado que su comercio internacional suele denominarse en la moneda estadounidense— o el aumento de la carga financiera de los agentes endeudados en esa moneda —como es frecuente en muchas economías emergentes—.

**Europa está particularmente expuesta a algunos de los desarrollos adversos recientes.** La vulnerabilidad del continente europeo a la guerra en Ucrania se deriva de la proximidad geográfica al escenario bélico y, especialmente, de su dependencia de las materias primas importadas desde Rusia, y en concreto del gas, que es utilizado como fuente de energía primaria por hogares y empresas, y también en la producción de electricidad. La guerra ha supuesto alteraciones cada vez mayores en el suministro de este hidrocarburo fósil, a las que Europa está haciendo frente a través de varias vías complementarias, que incluyen la diversificación geográfica de las importaciones de aquel, la utilización de las limitadas posibilidades existentes en el corto plazo para su sustitución por otras fuentes de energía y la reducción del consumo, todo lo cual ha redundado en una elevada utilización de la capacidad de almacenamiento de gas. No obstante, las actuaciones desarrolladas hasta la fecha no garantizan plenamente la ausencia de interrupciones en el suministro durante el próximo invierno —especialmente, en algunos países

centroeuropes—, que, en las circunstancias menos favorables, podrían tener efectos severos sobre la actividad<sup>1</sup>.

**El impacto de estos factores se ha traducido en una revisión a la baja, con carácter generalizado por áreas geográficas, de las previsiones de crecimiento económico.** La persistencia de tasas de inflación elevadas, el endurecimiento de las condiciones financieras y las prolongadas distorsiones de la oferta han conducido a un empeoramiento de las perspectivas de corto plazo. Más allá de los trimestres más inmediatos, la evolución económica depende crucialmente de los desarrollos de la guerra en Ucrania. Un eventual alivio de la incertidumbre generada por el conflicto debería dar pie a una mejora de la actividad, en un contexto en el que están empezando a aparecer algunas señales incipientes de que los cuellos de botella que han aquejado la producción y el transporte mundiales podrían estar comenzando a remitir y de que las presiones inflacionistas podrían estar alcanzando su pico, como indica un cierto abaratamiento de la mayor parte de las materias primas (tras haber alcanzado niveles de precios muy elevados).

**También en España se han multiplicado en los últimos meses las señales de pérdida de dinamismo de la actividad económica.** El levantamiento de la mayor parte de las restricciones frente a la pandemia, que ya había impulsado la actividad en el segundo trimestre, ha favorecido la continuación de la reactivación del turismo internacional en los meses de verano. Sin embargo, la afiliación a la Seguridad Social, cuyo vigor había sorprendido al alza durante la primera mitad del año, se desaceleró en el tercer trimestre. Además, el encarecimiento de la energía, que se ha ido extendiendo gradualmente a una proporción creciente de los bienes y los servicios de la cesta de consumo de los hogares, ha reducido el poder de compra de estos agentes, lo que se ha traducido en un debilitamiento de los indicadores que miden su gasto. Asimismo, el elevado coste de las materias primas energéticas y la inseguridad con respecto al suministro están afectando a la producción de las industrias más electrointensivas. En conjunto, esta disminución de rentas de la industria y de los hogares está conduciendo también a una reducción de la demanda de la producción del resto de las ramas. En todo caso, de acuerdo con la última edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica (EBAE), el deterioro de su actividad percibido por las empresas en el tercer trimestre del año presenta una notable heterogeneidad por ramas, con una evolución más favorable en aquellas que se han visto beneficiadas en mayor medida por el fin de las restricciones asociadas a la pandemia, como la hostelería y el ocio<sup>2</sup>.

**Distintos factores presionarían a la baja las perspectivas en cuanto al ritmo de avance de la actividad económica en los próximos trimestres.** Además de la persistencia de la inflación, de la reducción de la confianza de los agentes y del mantenimiento de un elevado grado de incertidumbre —aspectos, todos ellos, muy influidos por las consecuencias de la crisis energética actual y del conflicto bélico en Ucrania—, es probable que el turismo receptor pierda cierto dinamismo una vez que se ha satisfecho el grueso de la demanda embalsada

1 Véase J. Quintana (2022), «Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

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

tras la pandemia. Adicionalmente, cabe esperar un debilitamiento de la demanda externa en un contexto de tensionamiento simultáneo de la política monetaria en numerosas jurisdicciones.

**Bajo determinados supuestos, sobre los que existe un grado de incertidumbre muy elevado, la actividad económica podría mostrar un mayor dinamismo a partir de la próxima primavera.** En concreto, a lo largo de 2023 se contempla una moderación progresiva de los precios de los bienes energéticos y alimenticios de acuerdo con las sendas de los mercados de futuros, una mitigación muy gradual de los cuellos de botella y de las consecuencias económicas de la guerra en Ucrania, y una traslación relativamente contenida de los aumentos de los costes y de los precios pasados a los precios finales de los productos y a las demandas salariales. También contribuiría a esta reactivación económica en nuestro país un mayor despliegue relativo de los proyectos de inversión asociados al programa europeo *Next Generation EU*.

**En estas condiciones, se espera que, tras crecer un 4,5% este año, el PIB de la economía española se desacelere hasta el 1,4% en 2023 y retome un mayor dinamismo en 2024, avanzando un 2,9%<sup>3</sup>.** Por su parte, se revisa al alza el ritmo de avance de los precios a lo largo de todo el horizonte de proyección, de forma que se contemplan tasas de inflación significativamente más elevadas y persistentes que las anticipadas unos meses atrás. En particular, se prevé una inflación media en 2022 del 8,7%, que se moderará gradualmente hasta el 5,6% y el 1,9% en 2023 y 2024, respectivamente. Como es lógico, estas perspectivas acerca de la evolución de la inflación en nuestro país también están sometidas a una extraordinaria incertidumbre y dependerán, entre otros aspectos, de la trayectoria de los precios de las materias primas y de la reacción de los salarios y de los márgenes empresariales ante el aumento de los precios de consumo y de los costes de producción.

---

3 Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)», de este Informe.

## Informe

### Índice

#### Contexto global

- 1 Persisten las elevadas tasas de inflación a escala global 11
- 2 Los principales bancos centrales mundiales mantienen o aceleran la normalización/el endurecimiento de su política monetaria 13
- 3 Se aprecian claros síntomas de una desaceleración económica global 14
- 4 Los mercados financieros internacionales muestran una notable volatilidad y descensos generalizados de los precios de los activos 15

#### Contexto económico de la UEM

- 5 La reapertura de la economía impulsó la actividad en el área del euro en el segundo trimestre, pero la elevada inflación y los cortes de suministro de gas nublan las perspectivas en el futuro 16
- 6 La inflación en la UEM ha seguido incrementándose y se muestra más persistente de lo previsto 17
- 7 El principal riesgo para la UEM es que se acentúen los problemas derivados de los cortes de suministro de gas 18
- 8 El BCE ha continuado con el proceso de normalización de su política monetaria 19

#### Economía española

- 9 En España, las presiones inflacionistas continúan siendo muy elevadas y se generalizan... 20
- 10 ... como consecuencia de las sorpresas al alza en los precios de las materias primas y de la traslación de este encarecimiento al resto de la cesta de consumo 21
- 11 No se aprecian, por el momento, efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación a través de salarios... 22
- 12 ... al tiempo que los márgenes empresariales se mantienen relativamente contenidos en términos agregados, aunque muestran una notable heterogeneidad entre sectores y empresas 23

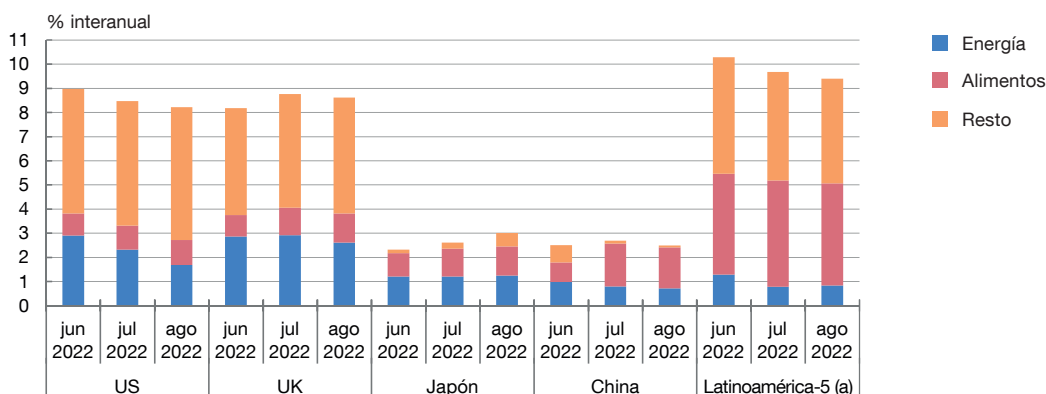
- 13 El PIB avanzó con un vigor mucho mayor de lo esperado en el segundo trimestre... 24
- 14 ... aunque el ritmo de crecimiento de la economía española se habría desacelerado de forma significativa en los tres últimos meses... 25
- 15 ... en un contexto en el que las condiciones financieras siguen mostrando una senda de endurecimiento gradual 26
- 16 El empleo se ha ralentizado en los meses de verano, aunque se mantiene el fuerte dinamismo de la contratación indefinida 27
- 17 El consumo también se habrían moderado en el tercer trimestre, si bien con una cierta heterogeneidad por componentes 28
- 18 La mayor incertidumbre y el deterioro de las perspectivas económicas habrían pesado en la inversión empresarial en los últimos meses 29
- 19 La inversión en vivienda también habría perdido dinamismo en el tercer trimestre 30
- 20 El turismo internacional habría actuado como soporte de la actividad en los meses de verano... 31
- 21 ... aunque las exportaciones netas de bienes y de servicios no turísticos se habrían desacelerado 32
- 22 La reducción del déficit público se prolonga debido a la fortaleza de los ingresos, que compensaría el impacto en las cuentas públicas de las medidas adoptadas en respuesta a la crisis energética 33
- 23 En una coyuntura extraordinariamente incierta, las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan ligeramente al alza el crecimiento del PIB en 2022, pero reducen sensiblemente el ritmo de avance del producto en 2023 34

## 1 Persisten las elevadas tasas de inflación a escala global

- En Estados Unidos, la inflación se moderó ligeramente en julio y en agosto, si bien la tasa de crecimiento interanual de los precios se mantuvo por encima del 8 % en este período y las presiones inflacionistas subyacentes se aceleraron hasta el 6,3 % en agosto (véase gráfico 1.a).
- Entre el resto de las economías avanzadas, las tasas de inflación se han elevado recientemente en el Reino Unido —hasta el 8,6 % en agosto, con la expectativa de incrementos adicionales en los próximos meses—, en Japón —hasta el 3 %, si bien con una inflación subyacente todavía relativamente contenida, del 1,6 %— y en la UEM —desde el 8,6 % en junio hasta el 10 % en septiembre, de acuerdo con el indicador adelantado del IAPC—.
- Por su parte, entre las economías emergentes, la inflación se mantuvo contenida en China —situándose en el 2,5 % en agosto—, mientras que disminuyó levemente en América Latina —desde el 10,3 % en junio hasta el 9,4 % en agosto, principalmente como consecuencia de la evolución de los precios en Brasil—.

Gráfico 1

1.a Evolución reciente de las tasas de inflación y de sus contribuciones, por zonas geográficas



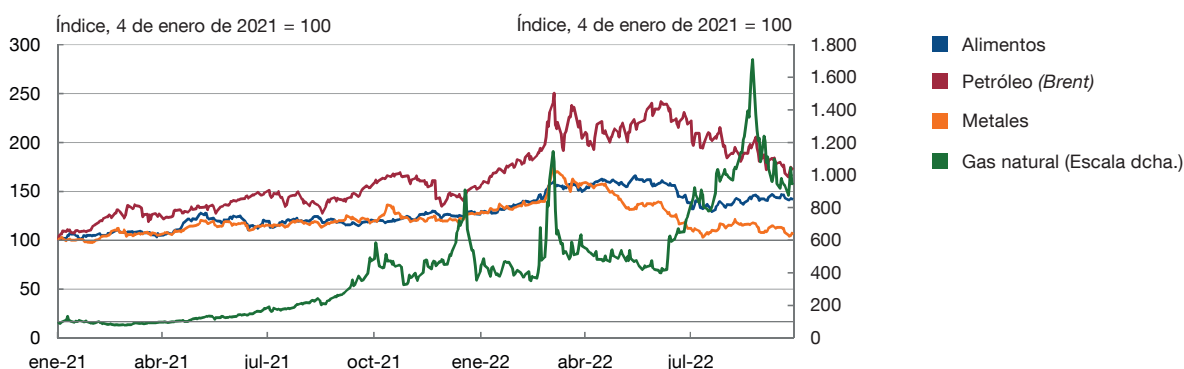
FUENTES: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

a El agregado Latinoamérica-5 incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

- En términos generales, en los últimos meses estas dinámicas globales de la inflación han estado influidas por varios factores:
- La moderación en el precio del petróleo, de los metales y de las principales materias primas alimenticias, en un contexto de desaceleración de la demanda y de cierta mejoría en la oferta (véase gráfico 1.b).
  - El fuerte incremento y la volatilidad en el precio del gas natural en Europa, muy condicionado por aspectos geopolíticos vinculados con la invasión rusa de Ucrania (para más detalles sobre los efectos directos e indirectos del encarecimiento del gas sobre la inflación, véase recuadro 4).
  - Una cierta mejora en los cuellos de botella en las cadenas de suministros globales, si bien estos aún siguen limitando el desarrollo normal de la actividad y no se prevé que puedan disiparse por completo en el inmediato corto plazo. En este sentido, su comportamiento futuro dependerá, entre otros aspectos, de la evolución de la pandemia en China y de las consecuencias —todavía inciertas— del corte del suministro de gas ruso a Europa.

Gráfico 1 (cont.)

## 1.b Evolución reciente del precio de las materias primas



FUENTE: Refinitiv.

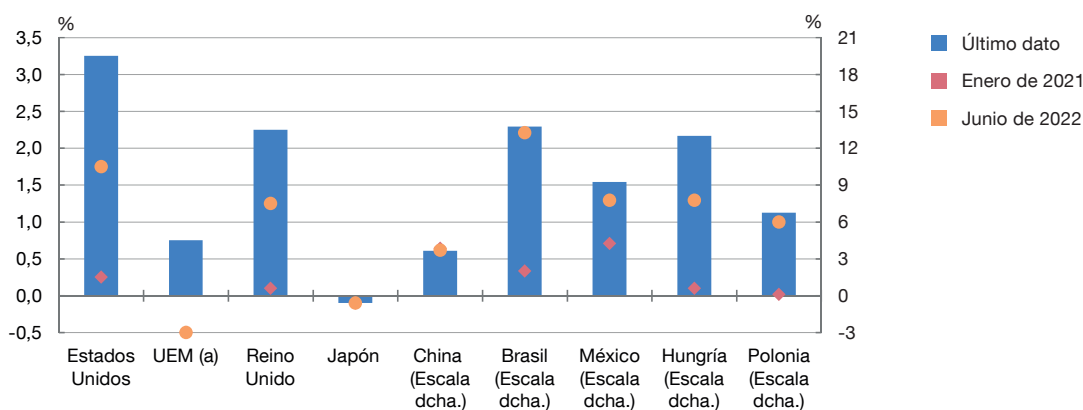


## 2 Los principales bancos centrales mundiales mantienen o aceleran la normalización/ el endurecimiento de su política monetaria

- En un contexto de tasas de inflación más elevadas y persistentes de lo estimado unos meses atrás, los principales bancos centrales mundiales —avanzados y emergentes— han mantenido o intensificado su proceso de normalización o de endurecimiento de la política monetaria (véase gráfico 2.a).
- Así, por ejemplo, la Reserva Federal estadounidense elevó sus tipos de interés oficiales en 75 puntos básicos (pb) tanto en su reunión de julio como en la de septiembre, situando su rango objetivo en el 3 %-3,25 %.
- En los últimos meses, los aumentos en los tipos de interés también han sido significativos por parte del Banco Central Europeo (BCE) —de 50 pb en julio y de 75 pb en septiembre— y del Banco de Inglaterra —de 50 pb en sus reuniones de agosto y de septiembre, hasta el 2,25 %—.
- En el marco de estas dinámicas, muy generalizadas, las excepciones más destacadas han sido, entre las economías desarrolladas, el Banco Central de Japón —que en sus últimas reuniones ha mantenido sin cambios el tono acomodaticio de su política monetaria, lo que habría contribuido a la depreciación de su moneda— y, entre las economías emergentes, el Banco Central de China —que en agosto redujo sus principales tipos de interés entre 5 pb y 15 pb—.

Gráfico 2

2.a Principales tipos de interés oficiales desde enero de 2021



FUENTE: Bancos centrales nacionales.

a En enero de 2021, el tipo de interés de la facilidad de depósito del BCE estaba también en el -0,5 %, como en junio de 2022.

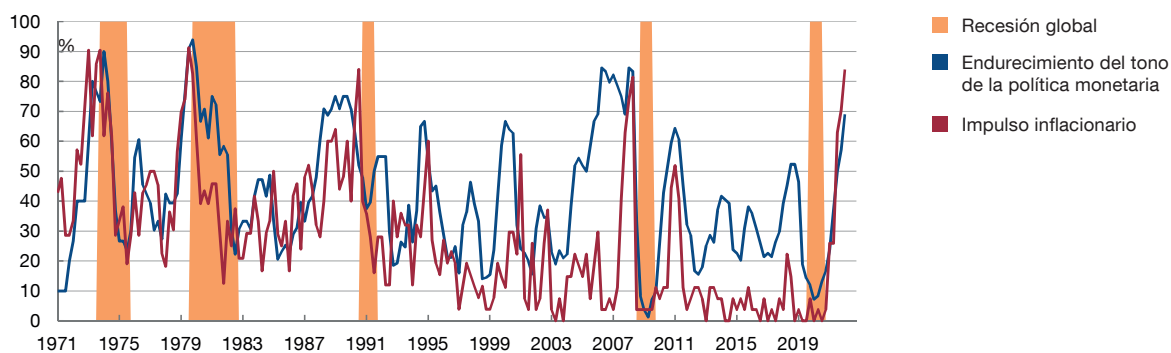


### 3 Se aprecian claros síntomas de una desaceleración económica global

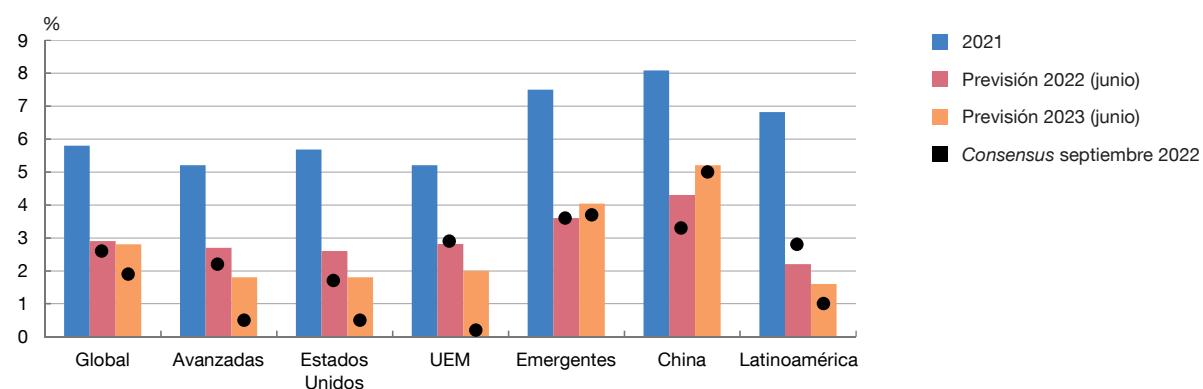
- En los últimos trimestres, la intensidad y el carácter generalizado con los que se han venido observando, a escala global, tanto unas fuertes presiones inflacionistas como un endurecimiento de la política monetaria tienen pocos precedentes históricos, la mayor parte de los cuales han venido acompañados de un notable debilitamiento posterior de la actividad económica mundial (véase gráfico 3.a).
- En este sentido, al margen de los retrocesos que ya se han observado en el PIB de Estados Unidos —en el primer semestre del año— y de China —en el segundo trimestre— en los últimos meses, el consenso de los analistas ha venido revisando notablemente a la baja las perspectivas de crecimiento de la actividad económica mundial en el futuro (véase gráfico 3.b).
- Estas revisiones serían coherentes, entre otros factores, con la extraordinaria incertidumbre que caracteriza al escenario económico y geopolítico actual y con el notable deterioro que han experimentado un amplio abanico de indicadores de confianza.

Gráfico 3

3.a Porcentaje de países con aumentos de la inflación y subidas de tipos de interés oficiales (a)



3.b Previsiones de crecimiento del PIB, por zonas geográficas (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Banco de Pagos Internacionales, Consensus y Refinitiv.

- a El impulso inflacionario muestra el porcentaje de países que, en cada trimestre, experimentan simultáneamente una tasa de inflación superior a la del trimestre previo y un nivel de inflación superior a su media histórica (primer trimestre de 1984 a segundo de 2022). El endurecimiento del tono de la política monetaria muestra el porcentaje de países que están aumentando sus tipos de interés en cada trimestre. Las recesiones globales son períodos con un crecimiento del PIB per cápita mundial cercano a 0 o negativo. Para estas medidas, el número de países aumenta progresivamente hasta los 28. Los países incluidos son: avanzados (Australia, Canadá, Suiza, Dinamarca, Reino Unido, Japón, Corea, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia, Estados Unidos y área del euro) y emergentes (Brasil, China, India, México, Malasia, Polonia, Rusia, Arabia Saudita, Turquía, Sudáfrica, Argentina, Chile, Colombia, Hungría, Indonesia y Perú). Los datos del área del euro empiezan a partir de 1999.
- b Previsiones de Consensus Forecasts (barras: junio; puntos: septiembre). El agregado «avanzadas» incluye 12 áreas geográficas (Australia, Canadá, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda, Noruega, Singapur, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos y UEM), y «emergentes» 10 economías de Asia y Europa del Este (China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia y Turquía), junto con Latinoamérica (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

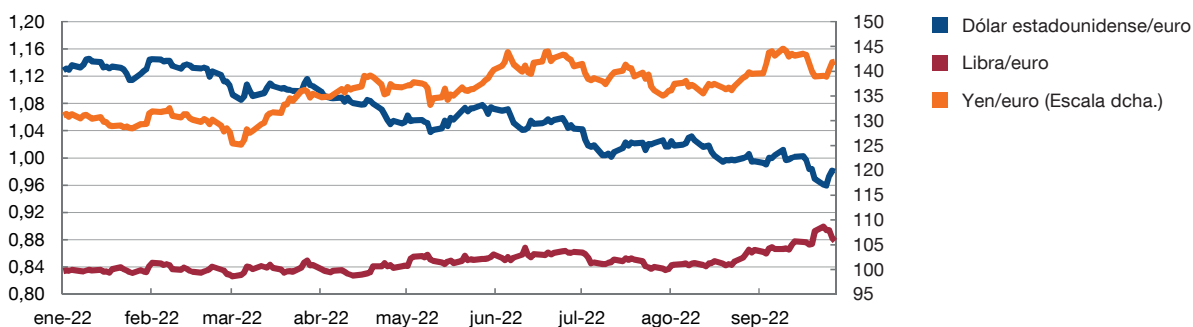


#### 4 Los mercados financieros internacionales muestran una notable volatilidad y descensos generalizados de los precios de los activos

- En los últimos meses, los vaivenes en las expectativas de los inversores acerca del ritmo de endurecimiento o de normalización que habría de seguir la política monetaria de los principales bancos centrales mundiales, así como del grado de dinamismo futuro que podría exhibir la actividad económica global, se han traducido en una notable volatilidad de los precios en los mercados financieros internacionales.
- En este contexto, las rentabilidades de las deudas soberanas a largo plazo de mayor calidad crediticia se sitúan, a fecha de cierre de este Informe, por encima de los niveles observados a finales de junio. Así, por ejemplo, la rentabilidad del bono soberano a diez años de Estados Unidos se ha incrementado en 83 pb —hasta el 3,8 %—, mientras que la del bono equivalente alemán lo ha hecho en 74 pb —hasta el 2,1 %—.
- Por su parte, a lo largo del tercer trimestre el diferencial de rentabilidad a largo plazo de las deudas soberanas europeas frente a la referencia alemana ha aumentado ligeramente en España —hasta los 118 pb— y, con más intensidad, en Grecia e Italia —hasta los 272 pb y 240 pb, respectivamente—.
- En cuanto a los principales índices bursátiles mundiales, estos registran pérdidas con respecto al final del segundo trimestre, a pesar de la revalorización experimentada hasta mediados de agosto.
- Por su parte, en los últimos meses el euro ha continuado depreciándose frente al dólar estadounidense —condicionado, entre otros factores, por las expectativas de un mayor endurecimiento relativo de la política monetaria en Estados Unidos—, si bien se ha apreciado frente a la libra (véase gráfico 4.a).

Gráfico 4

##### 4.a Tipos de cambio bilaterales frente al euro



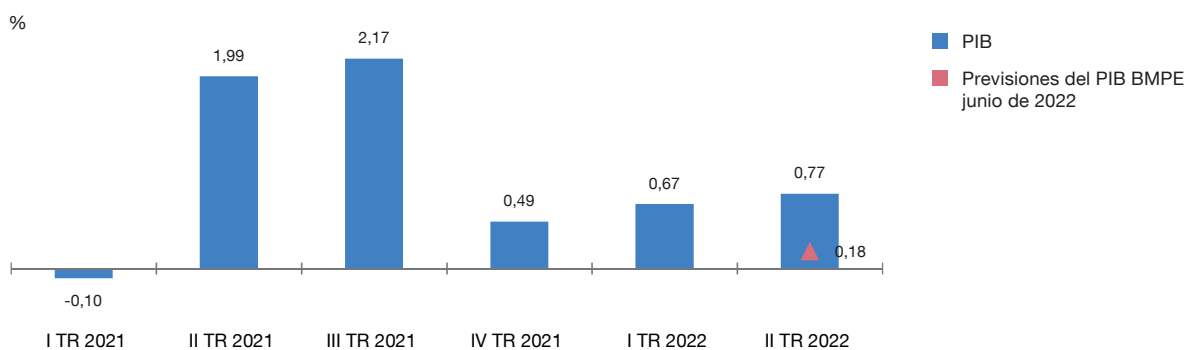
FUENTE: Refinitiv.

## 5 La reapertura de la economía impulsó la actividad en el área del euro en el segundo trimestre, pero la elevada inflación y los cortes de suministro de gas nublan las perspectivas en el futuro

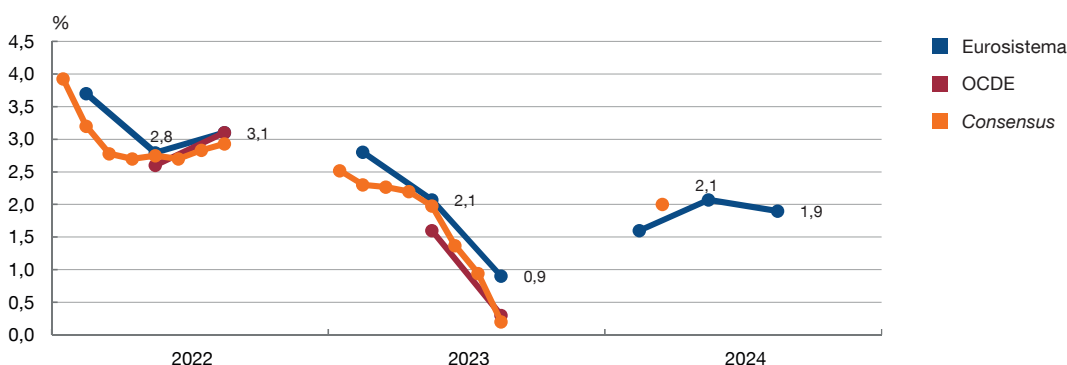
- En el segundo trimestre, la retirada de la práctica totalidad de las restricciones asociadas a la pandemia impulsó por encima de lo previsto el consumo de los hogares —especialmente, en actividades de ocio, restauración y turismo— y el crecimiento del PIB en la UEM (véase gráfico 5.a).
- Sin embargo, las interrupciones en el suministro de gas y la subida de su precio y del de la electricidad —fundamentalmente, como consecuencia de la evolución de la guerra en Ucrania— han aumentado la incertidumbre y han erosionado sensiblemente la capacidad adquisitiva y la confianza de los hogares y de las empresas.
- En estas circunstancias, el ejercicio de proyecciones macroeconómicas de septiembre del BCE contempla una ligera revisión al alza del crecimiento medio anual del PIB para 2022<sup>1</sup>, pero una notable revisión a la baja para 2023 (véase gráfico 5.b).

Gráfico 5

5.a UEM. Senda del PIB (tasa de variación intertrimestral)



5.b UEM. Previsiones de crecimiento del PIB (a)



FUENTES: Consensus Economics, Eurosisistema, Eurostat y OCDE.

a Evolución de las previsiones desde febrero hasta septiembre de 2022.

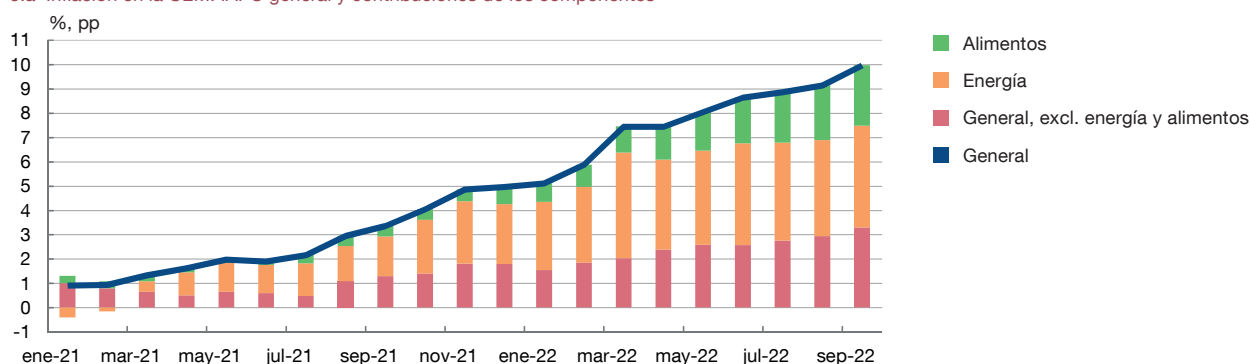
<sup>1</sup> Véase *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosisistema para la zona del euro*, septiembre de 2022.

## 6 La inflación en la UEM ha seguido incrementándose y se muestra más persistente de lo previsto

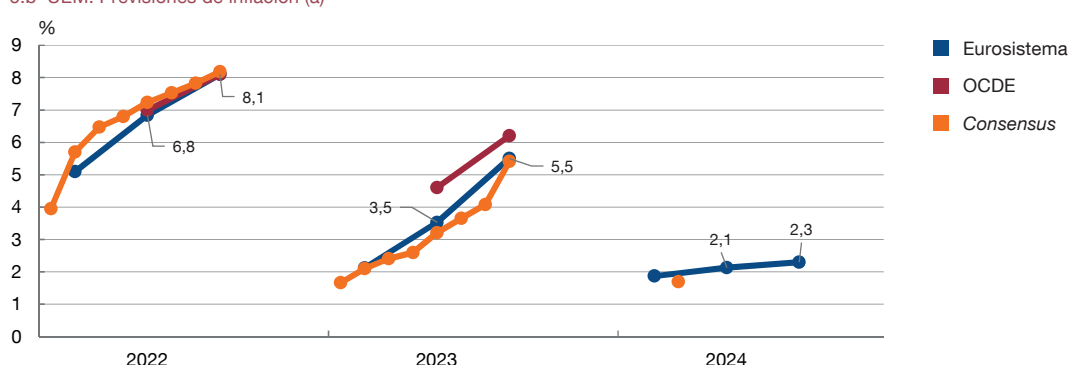
- De acuerdo con el indicador adelantado del IAPC, la inflación en el área del euro alcanzó el 10 % interanual en septiembre, frente al 8,6 % en junio. A este incremento —mayor de lo esperado— han contribuido el encarecimiento de la energía y de los alimentos —a raíz, principalmente, de la guerra en Ucrania—, y la traslación de los aumentos de precios en estos productos al resto de los bienes y servicios en la cesta de consumo<sup>2</sup> (véase gráfico 6.a).
- De cara al futuro, las perspectivas en cuanto a la evolución de los precios se han revisado nuevamente al alza, especialmente en el corto plazo, para recoger las sorpresas que ya se han materializado y la intensificación de algunos de los factores que subyacen a las presiones inflacionistas actuales (véase gráfico 6.b).
- En todo caso, las expectativas de inflación a medio plazo parecen seguir ancladas en torno a valores compatibles con el objetivo del 2 % de la política monetaria del BCE —si bien estas han repuntado recientemente— y no se aprecian, por el momento, presiones salariales muy acusadas que pudieran dar lugar a efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación.

Gráfico 6

6.a Inflación en la UEM. IAPC general y contribuciones de los componentes



6.b UEM. Previsiones de inflación (a)



FUENTES: Consensus Economics, Eurosistema, Eurostat y OCDE.

a Evolución de las previsiones desde febrero hasta septiembre de 2022.

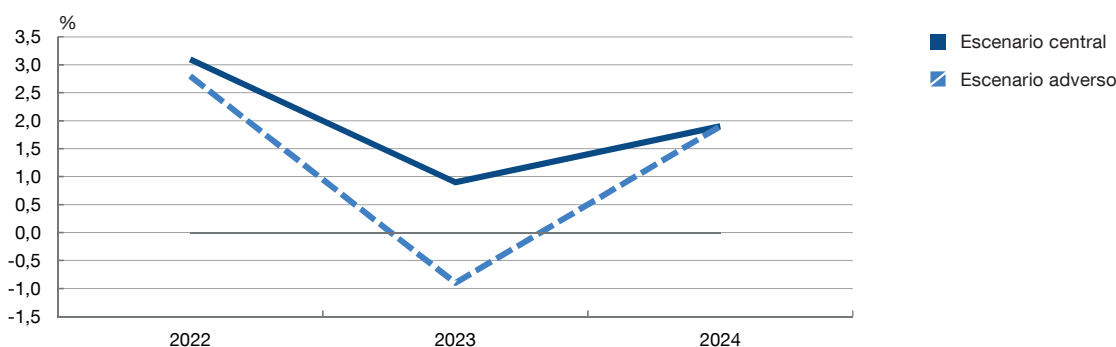
2 Este aumento es particularmente intenso en las rúbricas de conservación y equipamiento de vivienda, de transporte, y de ocio, restauración y turismo [véase M. Pacce, A. del Río e I. Sánchez (2022), «Evolución reciente de la inflación subyacente en el área del euro y en España», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España].

## 7 El principal riesgo para la UEM es que se acentúen los problemas derivados de los cortes de suministro de gas

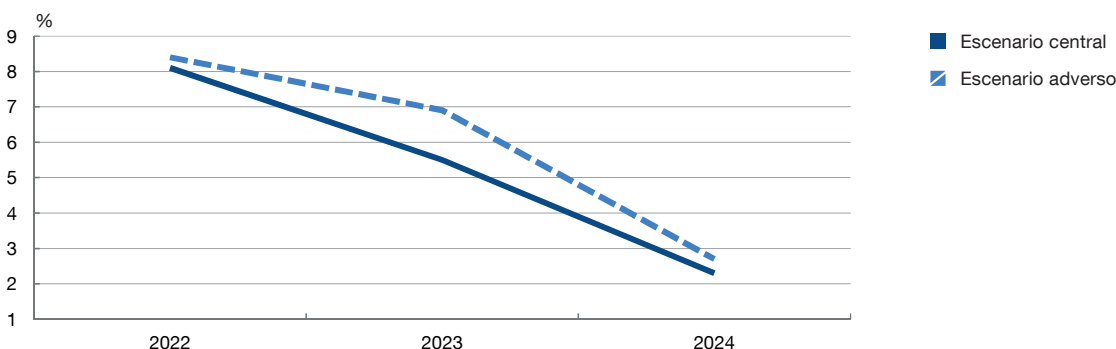
- Ante la prolongación y la escalada de la guerra en Ucrania, las proyecciones de septiembre del BCE plantean, además del escenario base ya comentado, un escenario hipotético más adverso.
- Dicho escenario incluye, entre otros factores, la pérdida total del acceso al gas ruso, una intensificación de los problemas de suministro —por ejemplo, como consecuencia de un invierno más frío de lo habitual—, y un aumento de la incertidumbre económica y financiera, que daría lugar a una elevación de los costes de financiación bancaria<sup>3</sup>.
- Bajo dichas condiciones, el PIB del área del euro podría llegar a contraerse un 0,9 % en 2023 (véase gráfico 7.a), al tiempo que las presiones inflacionistas serían más intensas y duraderas (véase gráfico 7.b).

Gráfico 7

7.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB del Banco Central Europeo de septiembre de 2022. Escenarios central y adverso



7.b UEM. Previsiones de inflación del Banco Central Europeo de septiembre de 2022. Escenarios central y adverso



FUENTE: Banco Central Europeo.



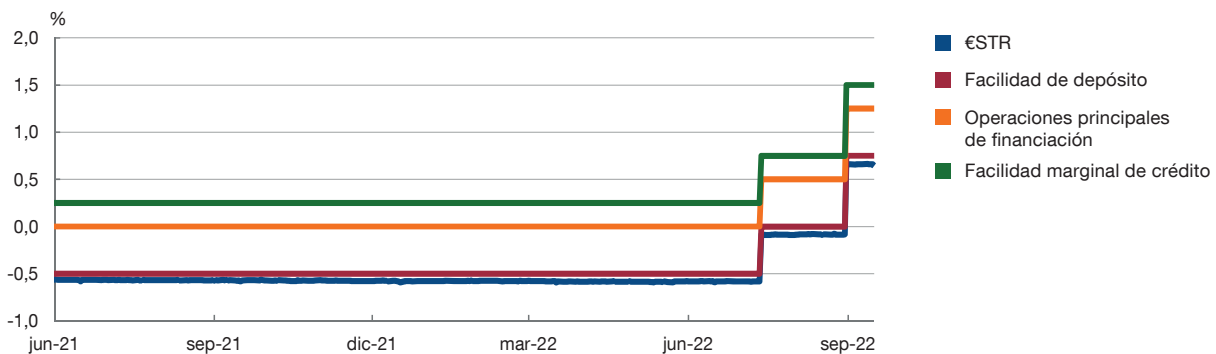
3 El cierre del suministro de gas ruso a través de Nordstream a principios de septiembre supone la materialización de alguno de los elementos —pero no de todos— que conforman el escenario adverso planteado por el BCE. Para más detalles, véase [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, septiembre de 2022](#).

## 8 El BCE ha continuado con el proceso de normalización de su política monetaria

- En un contexto caracterizado por elevadas presiones inflacionistas, el Consejo de Gobierno del BCE ha continuado, en sus últimas reuniones, con el proceso de normalización de su política monetaria que inició a finales de 2021. En particular, elevó los tipos de interés oficiales en 50 pb en julio y en 75 pb en septiembre (véase gráfico 8.a).
- Además, en julio aprobó el Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés), que puede activarse para contrarrestar dinámicas de mercado que no estén justificadas por los fundamentales económicos y que constituyan una seria amenaza para la transmisión de la política monetaria en el conjunto de la zona del euro.
- De cara al futuro, espera volver a subir los tipos de interés en las próximas reuniones para moderar la demanda y proteger frente al riesgo de un aumento persistente de las perspectivas de inflación. En todo caso, estas decisiones futuras continuarán dependiendo de la evolución de los datos económicos.

Gráfico 8

8.a Tipos de interés oficiales del BCE y €STR



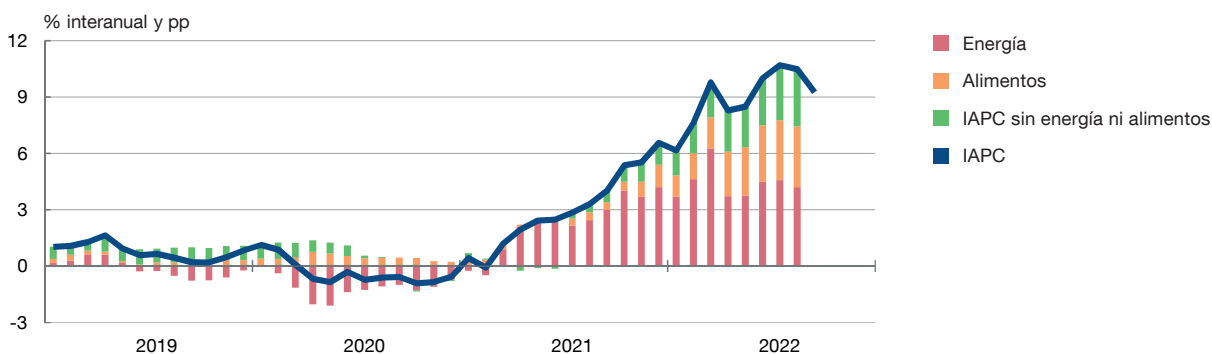
FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

## 9 En España, las presiones inflacionistas continúan siendo muy elevadas y se generalizan...

- Si bien el indicador adelantado del IAPC muestra un descenso en la tasa de inflación general de la economía española en septiembre —hasta el 9,3%— respecto a agosto, en el conjunto del tercer trimestre el ritmo promedio de avance interanual de los precios se situó algo más de 1 pp por encima del observado en el trimestre precedente.
- En esta aceleración trimestral de la inflación han desempeñado un papel destacado, además de la energía, los alimentos y los servicios de ocio, hostelería y turismo (véase gráfico 9.a)<sup>4</sup>. En este sentido, la inflación subyacente —que excluye energía y alimentos— alcanzó el 4,9% en agosto, una tasa 0,3 pp y 1 pp mayor que la observada en julio y junio, respectivamente.
- El hecho de que, en agosto, más del 50% de las partidas del IAPC y más del 40% de las rúbricas que componen la inflación subyacente registraran avances interanuales de los precios por encima del 4% —en enero de este año, estos porcentajes se encontraban por debajo del 25% y del 15%, respectivamente— pone de manifiesto el carácter generalizado de las actuales presiones inflacionistas en nuestro país.
- En cualquier caso, las tasas de inflación en España serían aún mayores que las actuales de no ser por algunas de las medidas desplegadas por las autoridades. En particular, las actuaciones aprobadas para contener el aumento del precio de la electricidad habrían contribuido a reducir la tasa de la inflación general en agosto en algo más de 2 pp, siendo la contribución del mecanismo para limitar el precio del gas utilizado en la generación de electricidad ligeramente superior a 1 pp<sup>5</sup>.

Gráfico 9

9.a Inflación en España: evolución y contribuciones



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

4 Véase M. Pacce, A. del Río e I. Sánchez (2022), «Evolución reciente de la inflación subyacente en el área del euro y en España», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

5 El impacto del mecanismo para limitar el precio del gas en la tasa de inflación media de 2022 se estima en -0,6 pp de acuerdo con la actualización de las estimaciones realizadas en M. Pacce e I. Sánchez (2022), «El impacto sobre la inflación del mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

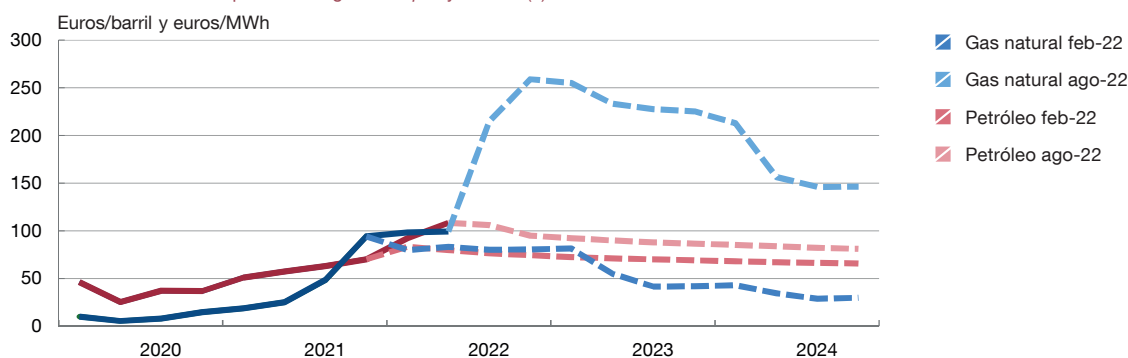


## 10 ... como consecuencia de las sorpresas al alza en los precios de las materias primas y de la traslación de este encarecimiento al resto de la cesta de consumo

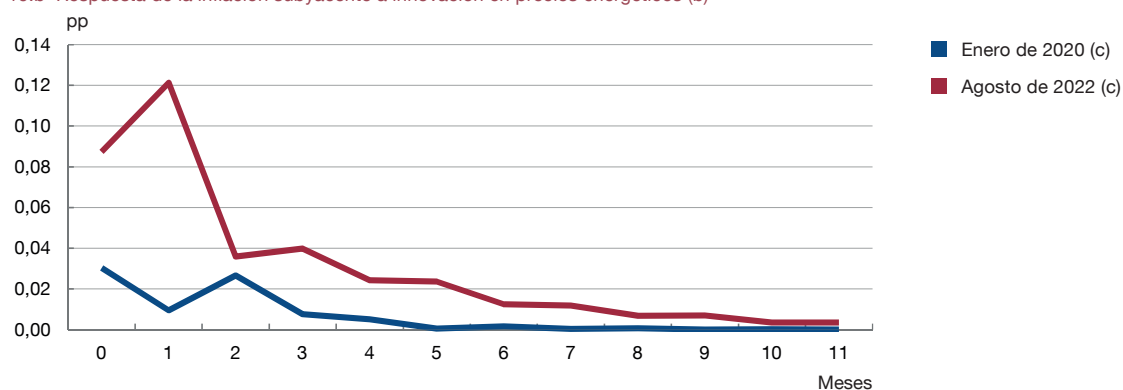
- Las sorpresas que se han producido en la inflación a lo largo de los últimos meses se explican, en gran medida, por un crecimiento mayor de lo inicialmente esperado de los precios de las materias primas energéticas y alimenticias (véase gráfico 10.a).
- Al aumento de la inflación general también habría contribuido una respuesta de la inflación subyacente a los *shocks* de energía algo más rápida e intensa en el episodio actual que en el pasado (véase gráfico 10.b)<sup>6</sup>. Es decir, en la coyuntura actual, los efectos indirectos —la traslación— del encarecimiento de la energía sobre los precios del resto de los bienes y servicios de consumo estarían siendo particularmente acusados —para más detalles sobre la magnitud de estos efectos indirectos para España y la UEM, véase recuadro 4—.

Gráfico 10

10.a Precios de materias primas energéticas: spot y futuros (a)



10.b Respuesta de la inflación subyacente a innovación en precios energéticos (b)



FUENTES: Refinitiv, Reuters y Banco de España.

a Precios medios mensuales de las materias primas en los mercados internacionales de contado y cotizaciones en las operaciones de futuros a los distintos plazos.

b Efecto de un incremento no esperado del 1 % en el precio de la energía sobre la inflación subyacente. Resultados de estimar un modelo VAR con parámetros que evolucionan en el tiempo siguiendo paseos aleatorios.

c Cada línea representa la respuesta estimada a partir de los coeficientes correspondientes a los meses de enero de 2020 y agosto de 2022.

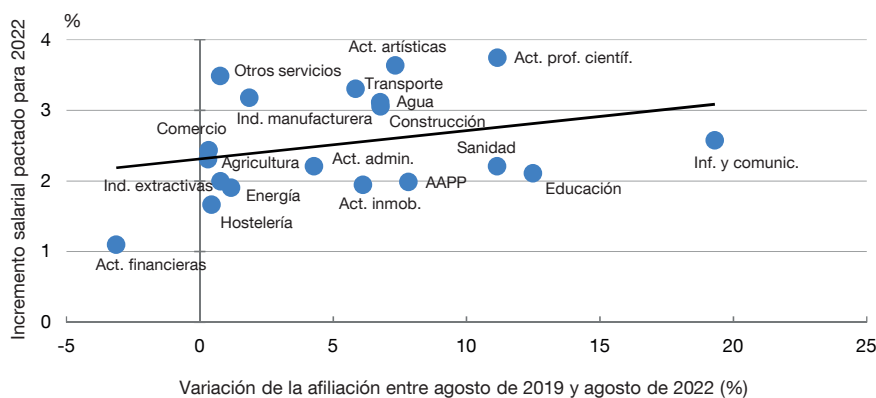
6 Véase J. M. González-Mínguez, S. Hurtado, D. Leiva-León y A. Urtasun (2022), «De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, Banco de España, de próxima publicación.

## 11 No se aprecian, por el momento, efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación a través de salarios...

- Con información hasta el mes de agosto, los convenios colectivos con vigencia en 2022 han pactado un incremento salarial medio del 2,6 %. Si bien este aumento, muy por debajo de las tasas de inflación actuales, refleja mayoritariamente lo pactado en convenios firmados en años anteriores, el incremento salarial acordado hasta agosto de este año en los convenios de nueva firma también se ha mantenido relativamente contenido, en torno al 2,9 %.
- En todo caso, el porcentaje de trabajadores cubiertos por cláusulas de salvaguarda frente a la inflación ha repuntado hasta casi el 25 %, desde el 16,1 % registrado en 2021, lo que eleva los riesgos de que puedan llegar a producirse en el futuro efectos de segunda ronda sobre la inflación más intensos que los observados hasta la fecha<sup>7</sup>.
- Por otra parte, se aprecian incrementos salariales pactados algo superiores en aquellas ramas de los servicios que presentan una mejor evolución del empleo desde el comienzo de la pandemia (véase gráfico 11.a).

Gráfico 11

11.a Incremento salarial por ramas y variación del empleo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Trabajo y Economía Social, y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

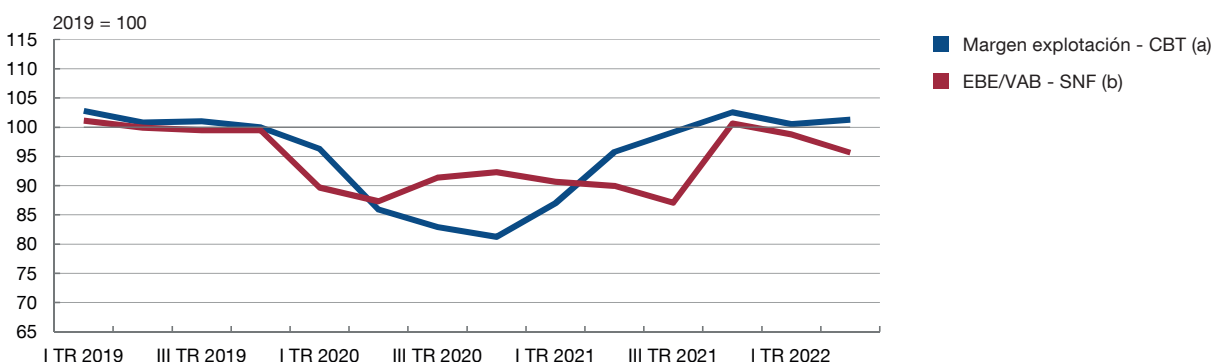
<sup>7</sup> Para un análisis más detallado sobre las características de las cláusulas de salvaguarda firmadas en nuestro país en el marco de la negociación colectiva y sobre su posible impacto en los costes laborales, véase el [recuadro 6](#) de este Informe.

## 12 ... al tiempo que los márgenes empresariales se mantienen relativamente contenidos en términos agregados, aunque muestran una notable heterogeneidad entre sectores y empresas

- Durante la primera mitad de este año, el margen de explotación de la empresa mediana de la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España mostró una cierta estabilidad, situándose en niveles similares a los observados antes del comienzo de la pandemia (véase gráfico 12.a)<sup>8</sup>.
- Por su parte, según la información de las cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales, la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de las sociedades no financieras, que había recuperado los niveles previos a la pandemia a finales de 2021, experimentó una caída en los dos primeros trimestres de 2022<sup>9</sup>.
- En todo caso, es importante destacar que estos desarrollos agregados ocultan una considerable heterogeneidad entre sectores y empresas<sup>10</sup>. Así, por ejemplo, la información por ramas de actividad de la Contabilidad Nacional Trimestral apunta a un comportamiento más dinámico de los márgenes empresariales del sector manufacturero y de las industrias extractivas, de energía y agua, en contraste con la atonía que muestran los márgenes en el sector de la construcción.

Gráfico 12

### 12.a Márgenes empresariales



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a Media de cuatro trimestres de la mediana del margen de explotación (ratio entre el resultado económico bruto y el importe neto de la cifra de negocios) procedente de la CBT del Banco de España.
- b Ratio entre el EBE y el VAB de las sociedades no financieras. Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales.



- 8 Para más detalles, véase A. Menéndez y M. Mulino (2022), «Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2022», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.
- 9 Para más detalles sobre esta métrica, véase «Evolución reciente de los márgenes empresariales en España», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.
- 10 Para más detalles sobre la heterogeneidad en la evolución de los márgenes a nivel empresa, véase R. Blanco, A. Menéndez y M. Mulino (2022), «Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2022», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

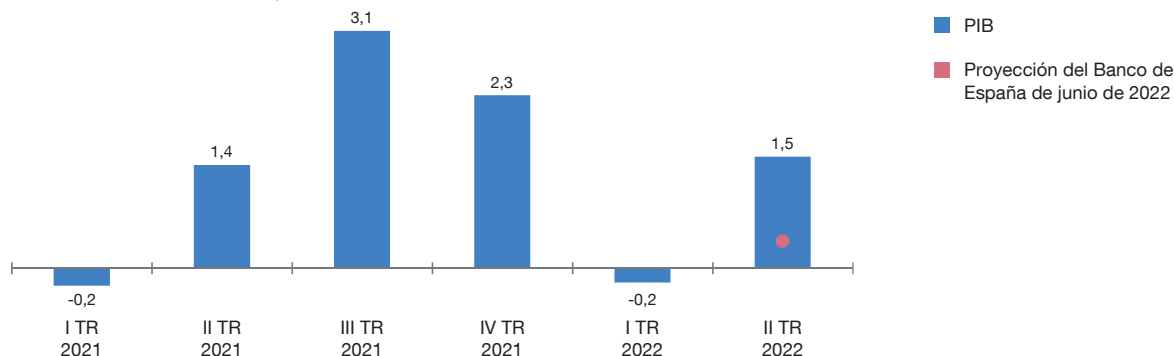
### 13 El PIB avanzó con un vigor mucho mayor de lo esperado en el segundo trimestre...

- De acuerdo con la última información publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE), en el segundo trimestre el PIB de la economía española creció un 1,5% intertrimestral, muy por encima del 0,4% que se anticipaba en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España publicado en junio<sup>11</sup> (véase gráfico 13.a) y también del ritmo de avance que el PIB mostró durante el mismo período en el conjunto del área del euro y en algunas de sus principales economías.
- Este crecimiento estuvo apoyado, fundamentalmente, en el dinamismo de las exportaciones, del consumo privado y de la inversión en construcción (véase gráfico 13.b). Por el lado de la oferta, los mayores crecimientos procedieron de las ramas de servicios de mercado, especialmente de las vinculadas al ocio y al turismo.
- En todo caso, a pesar de esta fuerte expansión del producto, el nivel del PIB de la economía española aún se encontraría 2,2 pp por debajo del alcanzado a finales de 2019. En cambio, en el conjunto del área del euro el nivel de actividad ya se situaría, en el segundo trimestre del año, casi 2 pp por encima de dicha referencia.

Gráfico 13

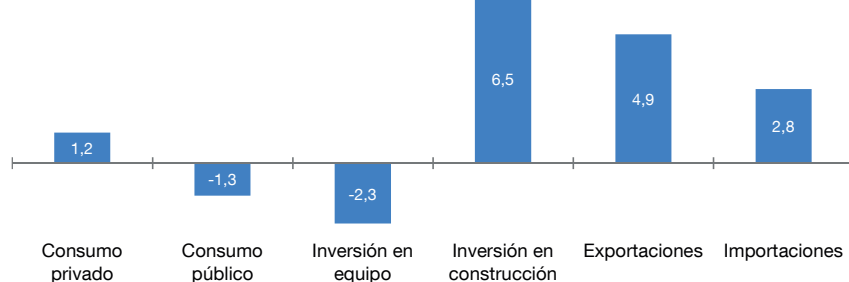
#### 13.a Evolución del PIB de España

Tasa de variación intertrimestral, %



#### 13.b PIB de España por componentes de la demanda en el segundo trimestre de 2022

Tasa de variación intertrimestral, %



FUENTES: Banco de España, Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.



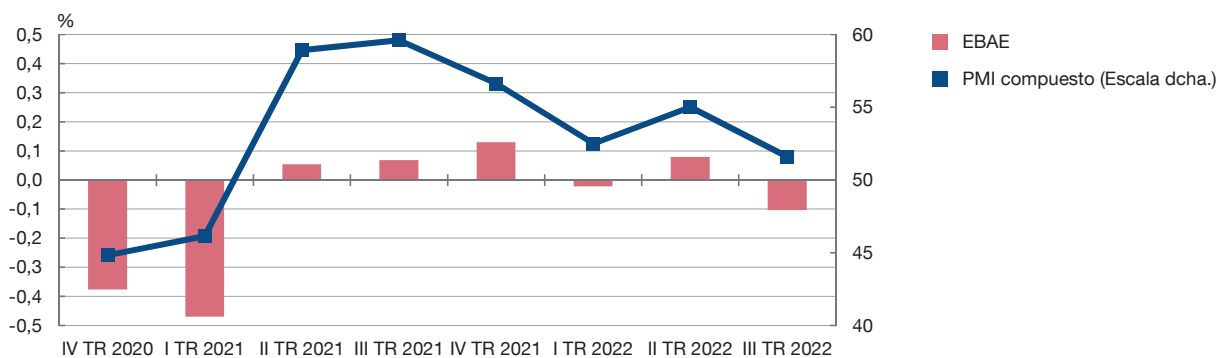
11 Véase "Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)", recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

## 14 ... aunque el ritmo de crecimiento de la economía española se habría desacelerado de forma significativa en los tres últimos meses...

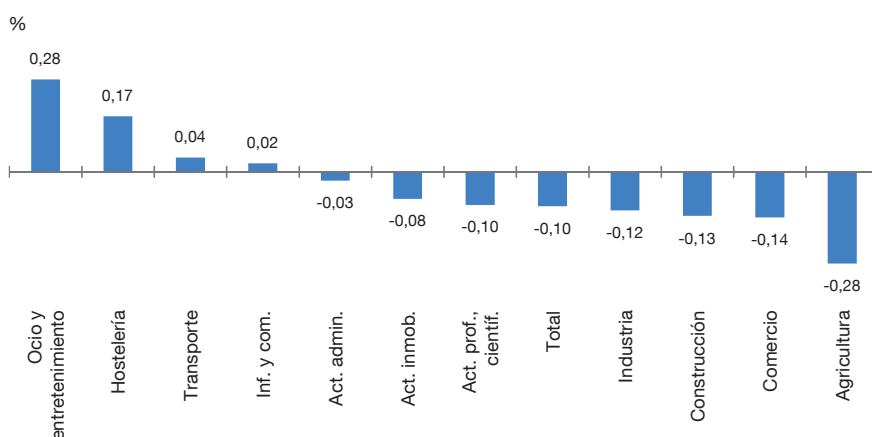
- En esta dirección apuntan diversos indicadores de actividad, empleo y consumo. Así, por ejemplo, los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) sugieren que se habría producido un descenso de la facturación de las empresas españolas en el tercer trimestre, después de la mejora observada en el trimestre anterior (véase gráfico 14.a).
- En cualquier caso, se aprecia una notable heterogeneidad sectorial, pues las ramas de servicios más vinculadas con el turismo y las actividades de ocio habrían mostrado un crecimiento relativamente elevado de su facturación en el tercer trimestre, mientras que, en otras ramas, como el sector industrial y el agrícola, las empresas habrían registrado descensos en su facturación trimestral (véase gráfico 14.b).
- Otros indicadores cualitativos, como los PMI, también son coherentes con un menor dinamismo de la actividad durante el tercer trimestre, que habría sido más evidente en las manufacturas que en los servicios<sup>12</sup>.

Gráfico 14

14.a Evolución trimestral de la facturación según la EBAE y PMI compuesto (a) (b)



14.b Evolución de la facturación por ramas en el tercer trimestre (a)



FUENTES: Banco de España e IHS Markit.

a Las respuestas cualitativas de la EBAE se traducen a una escala numérica según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2.

b El PMI compuesto del tercer trimestre de 2022 se refiere al promedio de los meses de julio y agosto.



DESCARGAR

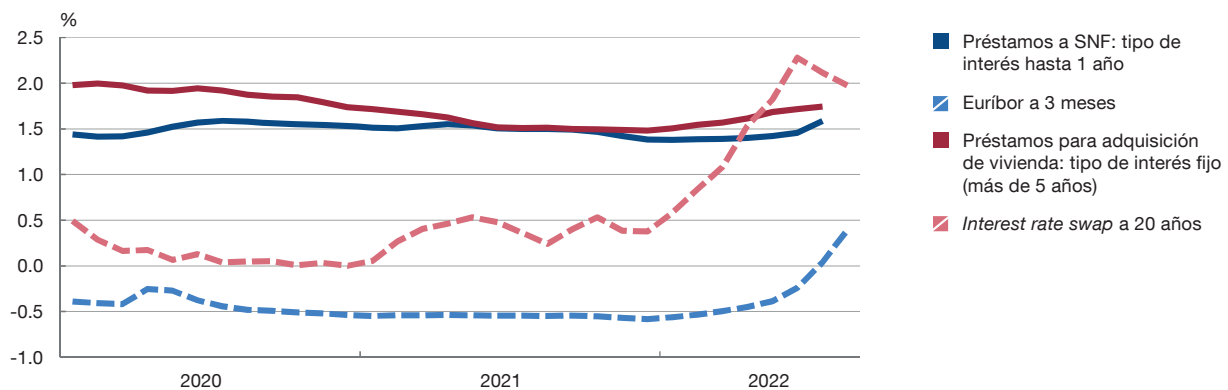
12 Véase el recuadro 2 para un análisis pormenorizado sobre la evolución de las manufacturas españolas en los últimos meses.

## 15 ... en un contexto en el que las condiciones financieras siguen mostrando una senda de endurecimiento gradual

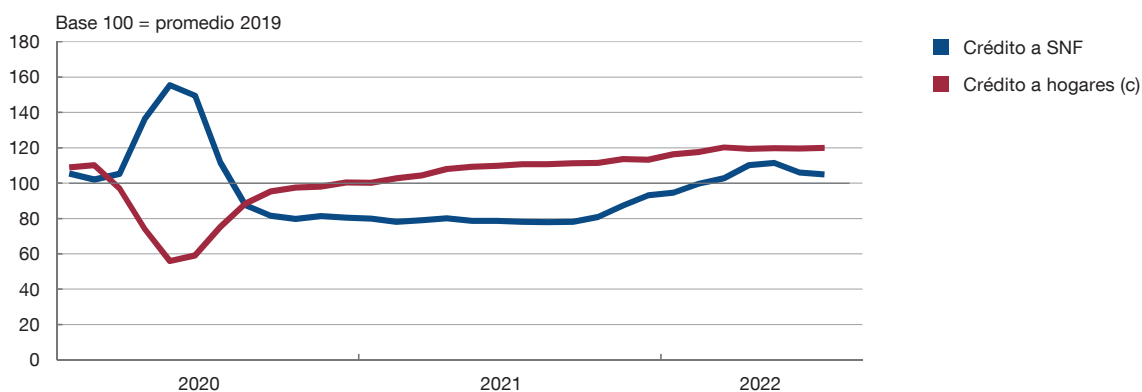
- El aumento de los tipos de interés de mercado ha continuado trasladándose gradualmente al coste de las nuevas operaciones de crédito bancario concedido a los hogares y a las empresas, si bien a una velocidad más lenta que en ciclos anteriores, por lo que estos costes aún permanecen en niveles históricamente reducidos (véase gráfico 15.a)<sup>13</sup>.
- La Encuesta sobre Préstamos Bancarios señala que los criterios de aprobación de préstamos se habrían endurecido de forma generalizada en el segundo trimestre y prevé un tensionamiento adicional en el tercero.
- El endurecimiento observado en las condiciones de financiación a lo largo de los últimos meses ha venido acompañado de un menor dinamismo del volumen de nueva financiación captada por los hogares y las empresas (véase gráfico 15.b).

Gráfico 15

15.a Coste de los nuevos préstamos bancarios y tipos de interés de mercado (a)



15.b Nuevas operaciones de crédito: flujos desestacionalizados acumulados de tres meses (b)



FUENTES: Banco de España y Refinitiv.

- a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Asimismo, estos tipos son ciclo-tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible). Se muestran los segmentos con plazo de revisión de los tipos de interés con mayor volumen de nuevas operaciones durante los últimos dos años.
- b Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de crédito como por los establecimientos financieros de crédito.
- c El segmento de crédito a otros fines incluye las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores.



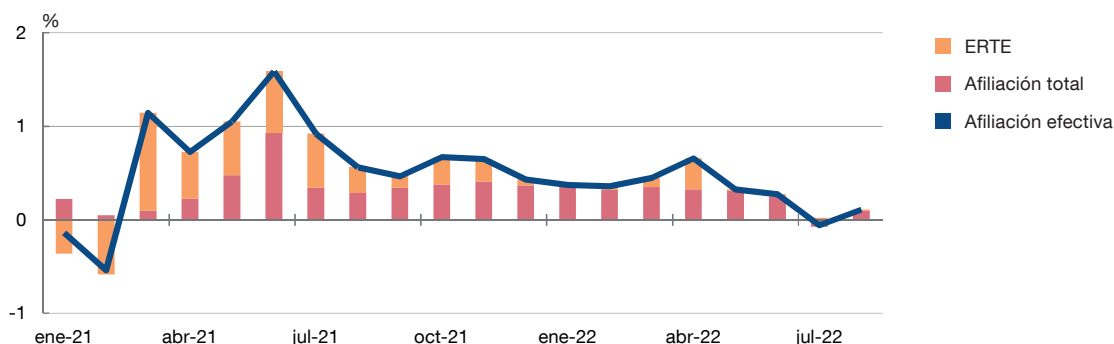
13 Para un análisis del impacto que el incremento de los tipos de interés podría tener sobre el grado de vulnerabilidad financiera de las empresas españolas, véase el recuadro 3 de este Informe.

## 16 El empleo se ha ralentizado en los meses de verano, aunque se mantiene el fuerte dinamismo de la contratación indefinida

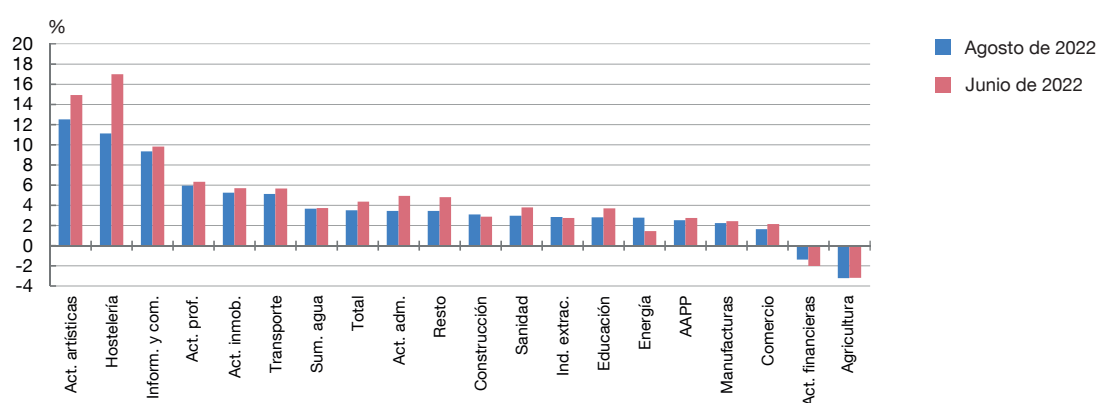
- El ritmo de crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social, cuyo vigor había sorprendido al alza durante la primera mitad del año, se desaceleró en el tercer trimestre (véase gráfico 16.a)<sup>14</sup>.
- Esta moderación fue bastante generalizada por ramas de actividad, si bien destacó el fuerte crecimiento interanual del empleo que mantuvieron las ramas de servicios más asociadas al turismo (véase gráfico 16.b).
- Por otra parte, el avance del empleo siguió concentrándose en los afiliados con contrato indefinido —que mostraron un crecimiento interanual por encima del 20 % en los meses de verano—, mientras que los temporales acentuaron su retroceso —hasta una caída interanual del 33,1 % en agosto—. Entre los indefinidos, destaca el aumento de los contratos fijos discontinuos y de los contratos a tiempo parcial, que explican un 22,6 % y un 24,4 % del aumento total del empleo indefinido, respectivamente.

Gráfico 16

16.a Afiliación total, ERTE y afiliación efectiva (tasa mensual desestacionalizada)



16.b Afiliados por secciones de actividad al inicio y durante el verano de 2022 (tasa interanual)



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.



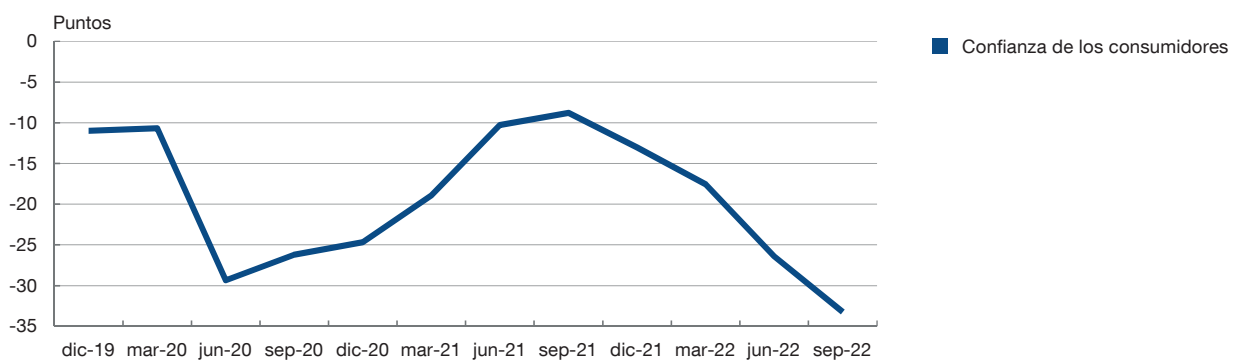
14 Esta desaceleración trimestral del empleo sería coherente con la información disponible en la fecha de cierre de este Informe, que alcanza hasta la primera quincena de septiembre.

## 17 El consumo también se habría moderado en el tercer trimestre, si bien con una cierta heterogeneidad por componentes

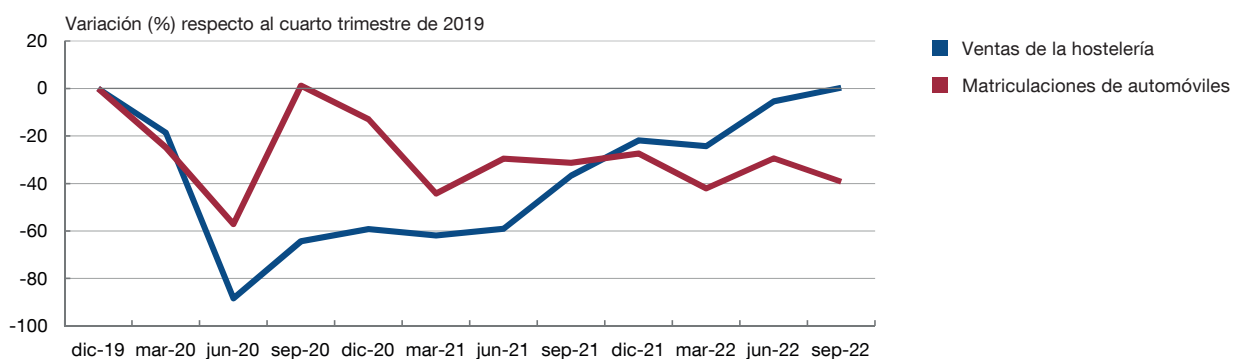
- El ritmo de avance del consumo se habría ralentizado entre junio y septiembre, en un entorno marcado por el repunte de la incertidumbre, las elevadas tasas de inflación<sup>15</sup>, el endurecimiento de las condiciones de financiación y el deterioro de la confianza de los consumidores (véase gráfico 17.a).
- Esta desaceleración del gasto de los hogares reflejaría, al menos en parte, una ralentización de la compra de bienes, especialmente de los duraderos. Así, por ejemplo, las matriculaciones de vehículos particulares mostraron un retroceso notable entre julio y agosto (véase gráfico 17.b).
- En cambio, distintos indicadores del gasto en servicios apuntan a que la senda de recuperación del gasto en hostelería habría continuado en el tercer trimestre —si bien a un ritmo inferior al del trimestre precedente—, favorecida por la eliminación de las restricciones asociadas a la pandemia (véase gráfico 17.b).

Gráfico 17

### 17.a Confianza de los consumidores



### 17.b Evolución de indicadores relacionados con el gasto de los hogares (a)



FUENTES: Agencia Tributaria, Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones, y Comisión Europea.

a Series ajustadas de estacionalidad. En el gráfico se presenta la variación porcentual con respecto al cuarto trimestre de 2019. Para el tercer trimestre de 2022, el cálculo se realiza teniendo en cuenta la información para julio y agosto (la más reciente disponible en la fecha de cierre de este Informe).



15 Para un mayor detalle sobre la respuesta del consumo de electricidad y de carburantes en España ante el aumento observado en los precios de estos productos, véase el recuadro 5 de este Informe.



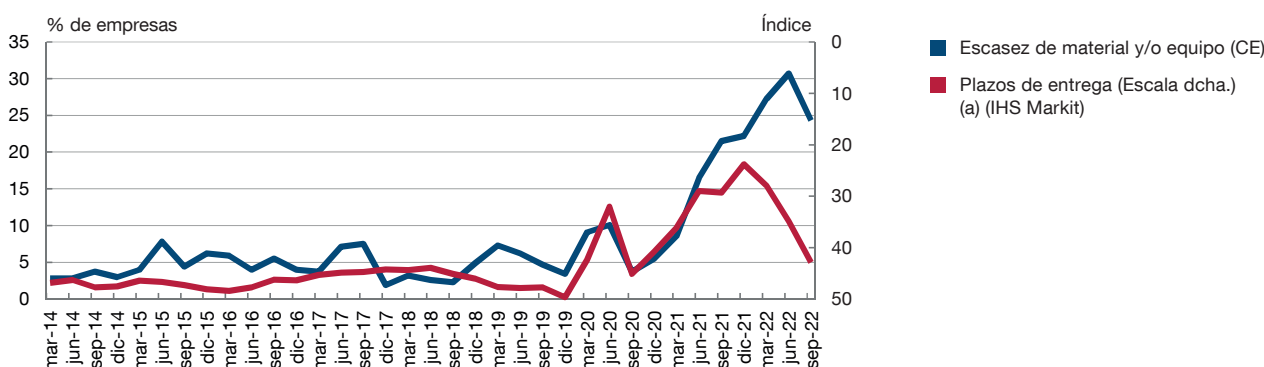
## 18 La mayor incertidumbre y el deterioro de las perspectivas económicas habrían pesado en la inversión empresarial en los últimos meses

— Varios factores sugieren que el dinamismo de la inversión empresarial podría haberse moderado en el curso del tercer trimestre, aun a pesar de que se habría producido una cierta mejora en cuanto a la gravedad de los problemas de escasez de suministros (véase gráfico 18.a):

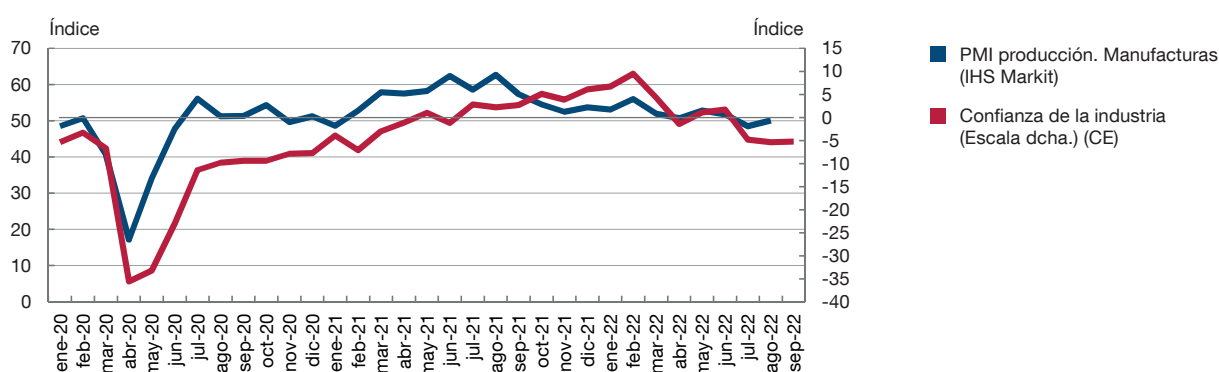
- Las caídas sufridas, hasta septiembre, por el indicador de confianza de la industria, como reflejo de una mayor incertidumbre y del deterioro en las perspectivas económicas internas y globales (véase gráfico 18.b).
- El endurecimiento gradual, ya mencionado, en las condiciones de financiación de las empresas.
- El retraso que se estaría produciendo en la ejecución de los proyectos de inversión asociados al programa europeo *Next Generation EU*<sup>16</sup>.

Gráfico 18

18.a Factores limitadores de la actividad en la industria



18.b Evolución de los indicadores de confianza



FUENTES: Comisión Europea y S&P Global.

a Cuanto más cerca del valor 50, menores son los plazos de entrega.



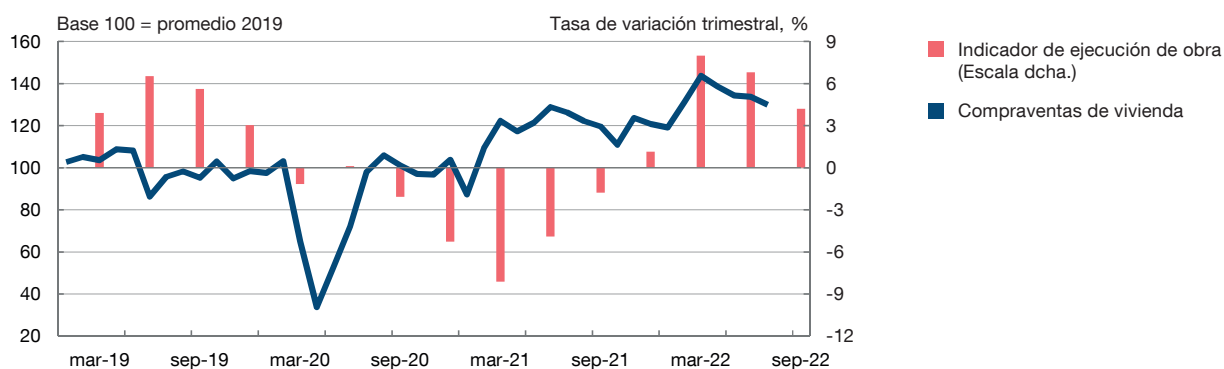
16 Para más detalles, véase el recuadro 1 de este Informe.

## 19 La inversión en vivienda también habría perdido dinamismo en el tercer trimestre

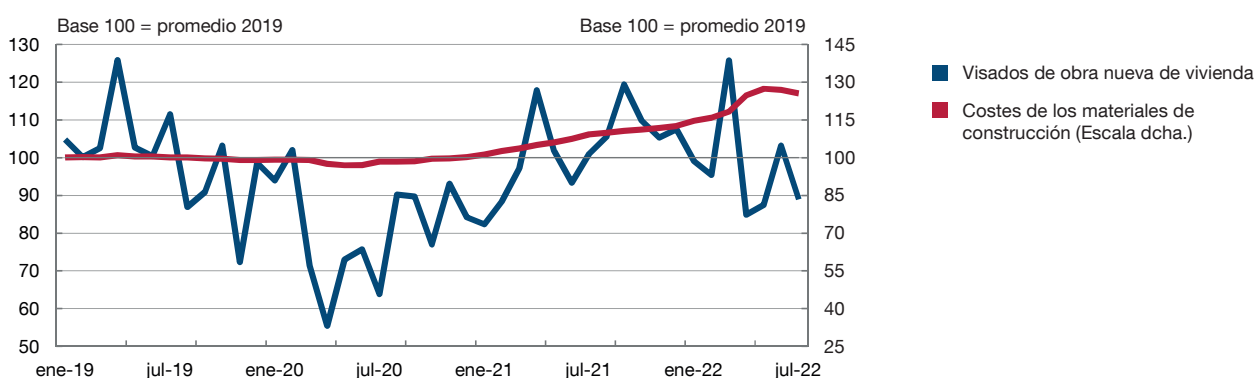
- A pesar de que las compraventas de vivienda se mantienen en niveles muy superiores a los registrados antes de la pandemia, la desaceleración que se ha venido observando en los últimos meses en el indicador de ejecución de obra apuntaría a una cierta ralentización de la inversión en vivienda en el tercer trimestre (véase gráfico 19.a).
- A la luz del **encarecimiento del crédito bancario**, de la pérdida de dinamismo de los visados de obra nueva y de los aumentos de costes en los materiales de construcción, es posible que esta desaceleración de la inversión en vivienda se prolongue en lo que resta de 2022 y en los primeros trimestres de 2023 (véase gráfico 19.b).
- Por lo que respecta a los precios de la vivienda, estos moderaron ligeramente su crecimiento en el segundo trimestre, si bien continuaron mostrando avances interanuales notables —del 8% según el INE— ante la insuficiencia de la oferta para hacer frente a una demanda relativamente vigorosa.

Gráfico 19

19.a Evolución de las compraventas de vivienda y del indicador de ejecución de obra (a)



19.b Evolución de los visados de obra nueva y de los costes de construcción (a)



**FUENTES:** Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

**a** Series ajustadas de estacionalidad para las compraventas y los visados de obra nueva. El último dato correspondiente a compraventas, visados y costes de construcción es de julio de 2022. Para el indicador de ejecución de obra se asume un calendario de ejecución de tres meses desde que se emite el visado hasta el inicio de la obra y dieciocho meses de ejecución.

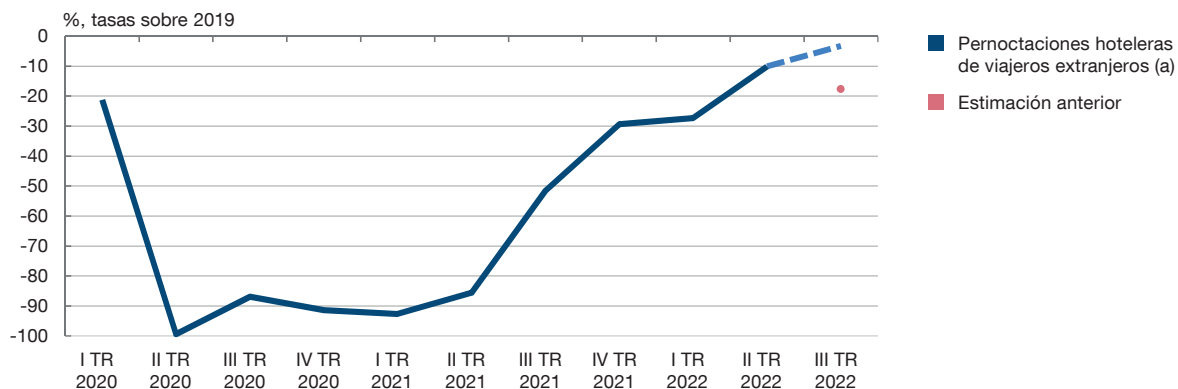


## 20 El turismo internacional habría actuado como soporte de la actividad en los meses de verano...

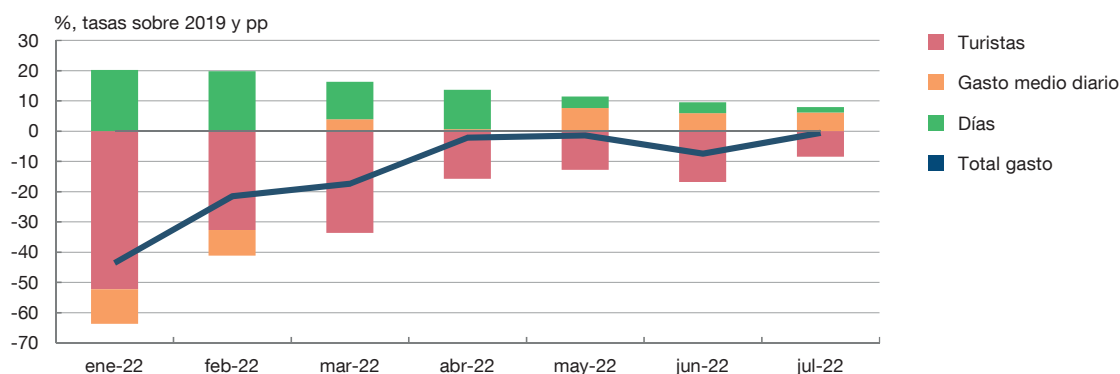
- Durante los meses de verano, la convergencia de la actividad turística hacia los niveles previos a la pandemia fue más intensa de lo previsto, impulsada por la eliminación de la práctica totalidad de las restricciones a la movilidad internacional establecidas en las fases de mayor incidencia de la enfermedad (véase gráfico 20.a).
- La recuperación del turismo no residente fue heterogénea según su origen geográfico. Así, las llegadas de turistas europeos se situaron en julio un 7,1 % por debajo del nivel alcanzado en 2019, mientras que las llegadas de turistas de más larga distancia evidenciaron una convergencia más retrasada, especialmente en el caso del turismo asiático.
- Por su parte, el gasto nominal de los turistas no residentes recuperó los niveles previos a la pandemia a lo largo del verano, a pesar de la reactivación incompleta de los flujos turísticos. Esta recuperación reflejó un incremento del gasto medio diario provocado, al menos en parte, por unos niveles de precios más elevados y una mayor duración de la estancia media (véase gráfico 20.b).

Gráfico 20

20.a Pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros (tasas sobre las mismas fechas de 2019)



20.b Gasto nominal de los turistas. Contribuciones a la tasa de variación logarítmica con respecto a los mismos meses de 2019



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Estimación del tercer trimestre a partir de un modelo de regresión con los indicadores de entradas de turistas, llegadas de pasajeros en vuelos internacionales y capacidad aérea.



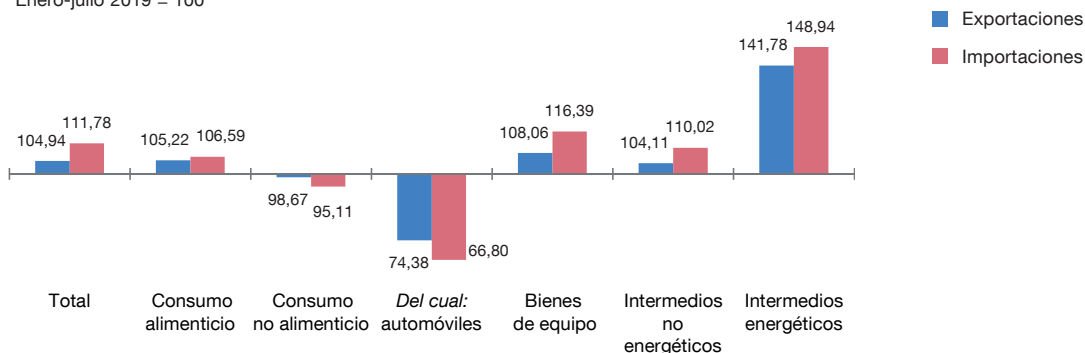
## 21 ... aunque las exportaciones netas de bienes y de servicios no turísticos se habrían desacelerado

- A pesar de la cierta mejora que se ha producido en los últimos meses en los cuellos de botella que afectan a las cadenas de suministro globales y de las ganancias de competitividad asociadas a la depreciación del euro, las transacciones con el exterior de bienes y servicios no turísticos se habrían desacelerado en el tercer trimestre, en un contexto de revisión a la baja de los mercados de exportación.
- En cualquier caso, en los últimos trimestres las importaciones reales de bienes han aumentado —impulsadas por los bienes intermedios, tanto energéticos como no energéticos— con mayor intensidad que las exportaciones (véase gráfico 21.a), si bien estas últimas han mantenido sus cuotas mundiales en términos reales, con un desempeño algo más favorable que el que han mostrado las ventas de la UEM (véase gráfico 21.b).
- Por su parte, hasta julio, el saldo de bienes con el exterior se ha deteriorado significativamente en términos nominales, registrando un déficit del 4,5 % del PIB en el acumulado de 12 meses, con un empeoramiento notable tanto del componente energético como del no energético.

Gráfico 21

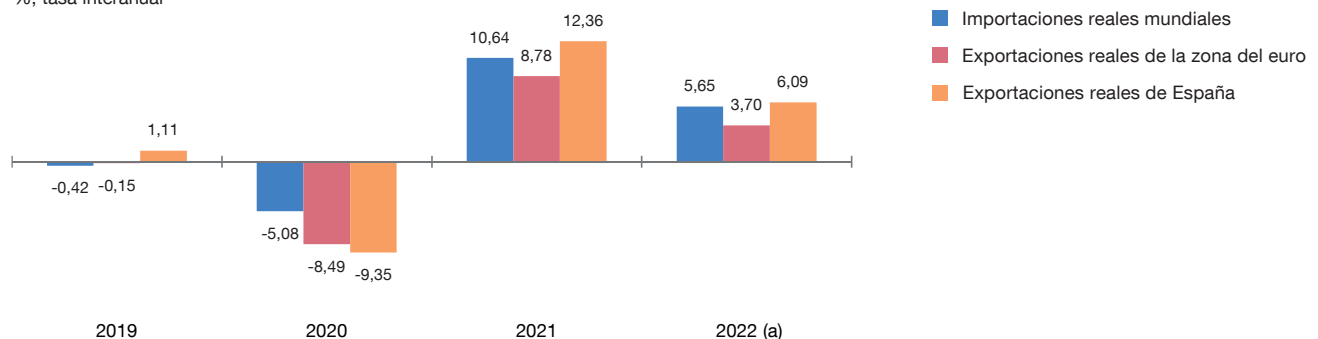
21.a Exportaciones e importaciones reales de bienes. Enero-julio de 2022 (en porcentajes sobre el mismo período de 2019)  
Según la clasificación Grupos de Utilización

Enero-julio 2019 = 100



21.b Evolución del comercio de bienes, en términos reales

%, tasa interanual



FUENTES: CPB, Departamento de Aduanas, Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital e Instituto Nacional de Estadística.

a Tasa de variación del período enero-julio de 2022 sobre el mismo período del año anterior.

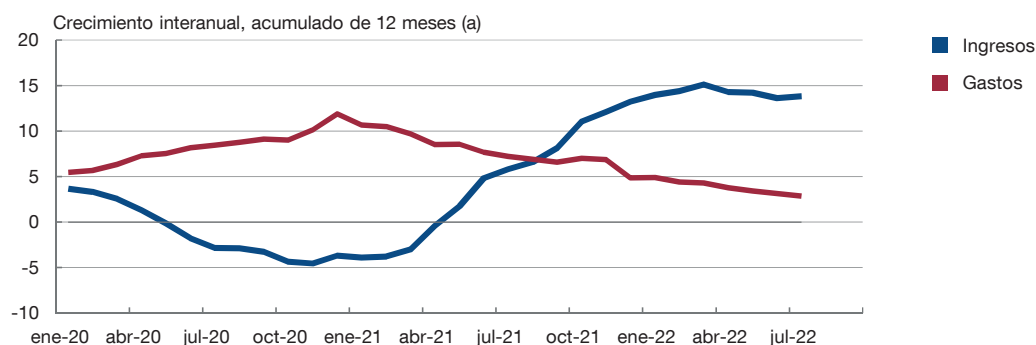


## 22 La reducción del déficit público se prolonga debido a la fortaleza de los ingresos, que compensaría el impacto en las cuentas públicas de las medidas adoptadas en respuesta a la crisis energética

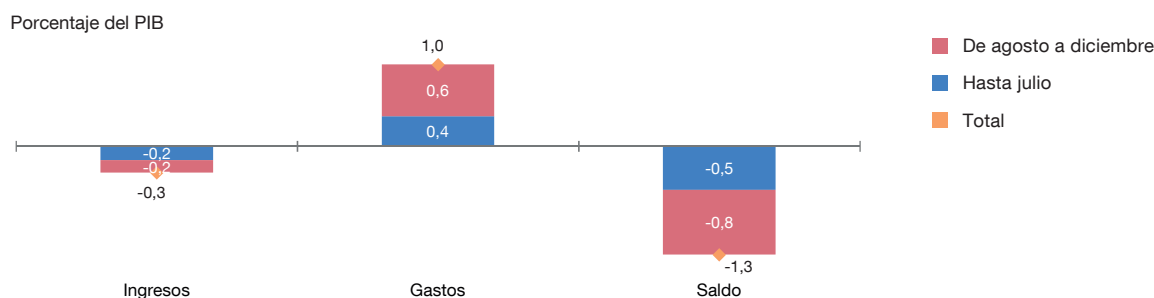
- Hasta julio, los ingresos de las Administraciones Públicas (AAPP) han mantenido tasas de crecimiento muy elevadas, apoyadas, fundamentalmente, en el notable avance de la actividad y de los precios (véase gráfico 22.a). No obstante, en los últimos meses la recaudación habría vuelto a sorprender al alza en relación con sus determinantes macroeconómicos, aunque en menor medida que en los dos años anteriores.
- La fortaleza de los ingresos, unida a la esperada desaceleración de los gastos, ha propiciado una reducción del déficit de las AAPP, hasta el 4,3 % del PIB en julio (en el acumulado de 12 meses)<sup>17</sup>, 2,6 pp por debajo del cierre de 2021 y también inferior a la referencia del 5 % establecida en el Programa de Estabilidad para el conjunto de este año.
- Para lo que resta de 2022 cabe esperar una ralentización en la mejora del saldo de las AAPP, como consecuencia del deterioro del contexto macroeconómico y de las medidas aprobadas por las autoridades para contrarrestar los efectos negativos del aumento de los precios y las consecuencias de la guerra en Ucrania. De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, dichas medidas tendrían un coste presupuestario en 2022 equivalente a 1,3 pp del PIB, de los cuales 0,8 pp se materializarían a partir del mes de julio (véase gráfico 22.b)<sup>18</sup>.

Gráfico 22

### 22.a Evolución de los ingresos y gastos públicos



### 22.b Medidas aprobadas por el Gobierno en respuesta a la crisis energética y la invasión de Ucrania



FUENTES: Banco de España, Gobierno de España e Intervención General de la Administración del Estado.

a Correspondiente al agregado de AAPP, sin CCLL, y excluyendo las transferencias entre AAPP. Datos ajustados distribuyendo en el conjunto del año los gastos e ingresos atípicos que se producen en cada mes.



17 Calculado a partir de la información disponible para el conjunto de las AAPP hasta junio y del dato de julio de las AAPP excluidas CCLL.

18 Entre estas medidas destacan la subvención a los combustibles, por el lado de los gastos, y las rebajas transitorias del IVA y del impuesto especial sobre la electricidad, por el lado de los ingresos.

## 23 En una coyuntura extraordinariamente incierta, las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan ligeramente al alza el crecimiento del PIB en 2022, pero reducen sensiblemente el ritmo de avance del producto en 2023

- El **recuadro 1** de este Informe describe los rasgos más destacados de las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española (2022-2024).
- Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB de nuestro país crecerá a tasas del 4,5 %, el 1,4 % y el 2,9 % en 2022, 2023 y 2024, respectivamente.
- En comparación con las proyecciones publicadas en junio, las actuales comportan una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2022 de 0,4 pp, fundamentalmente como consecuencia de **un avance más intenso del producto en el segundo trimestre del año** de lo que se estimaba en junio. En cambio, el crecimiento proyectado para 2023 es 1,5 pp menor que el que se contemplaba en el anterior ejercicio de previsiones, debido, entre otros factores, a las mayores tasas de inflación proyectadas, a **unas condiciones de financiación menos favorables**, al aumento de la incertidumbre y **al debilitamiento de la demanda global**.
- Por otra parte, se revisa al alza el ritmo de avance de los precios a lo largo de todo el horizonte de proyección, de forma que se contemplan tasas de inflación significativamente más elevadas y persistentes que las previstas en junio. En particular, se espera una inflación media en 2022 del 8,7 %, que se moderará gradualmente hasta el 5,6 % y el 1,9 % en 2023 y 2024, respectivamente. Esta revisión al alza viene motivada, entre otros factores, por **las sorpresas que se han observado recientemente en el avance de los precios**, por las nuevas sendas previstas en un futuro para los precios de la energía y por el hecho de que se considera **un euro más depreciado que en el ejercicio de junio**.
- Los riesgos sobre estas proyecciones, que están sometidas a una extraordinaria incertidumbre, se encuentran orientados a la baja para la actividad y al alza para la inflación.

Esquema 1

### Síntesis de las proyecciones macroeconómicas para la economía española, 2022-2024

	2022	2023	2024
PIB	<b>4,5 %</b> ↑ 0,4 pp	<b>1,4 %</b> ↓ 1,5 pp	<b>2,9 %</b> ↑ 0,4 pp
Inflación	<b>8,7 %</b> ↑ 1,5 pp	<b>5,6 %</b> ↑ 3,1 pp	<b>1,9 %</b> ↑ 0,1 pp

FUENTE: Banco de España.

## Recuadros

### Índice

#### **Recuadro 1. Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2024)**

Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan ligeramente al alza el crecimiento del PIB español en 2022, pero reducen sensiblemente el ritmo de avance del producto en 2023. También se contemplan tasas de inflación para un futuro más elevadas y persistentes que las previstas en junio. Estas previsiones están sometidas a una extraordinaria incertidumbre, y los riesgos se encuentran orientados a la baja para la actividad y al alza para la inflación, sobre todo por hipotéticos desarrollos adversos en los mercados energéticos.

#### **Recuadro 2. La evolución reciente del sector manufacturero en España**

Entre enero y julio de 2022, la producción manufacturera en España aumentó, respecto al mismo período del año anterior, con mayor intensidad que en Alemania, Francia e Italia. Esta evolución agregada oculta una elevada heterogeneidad por ramas: contrasta el elevado dinamismo de ramas como la fabricación de ropa, cuero y calzado con los retrocesos en la metalurgia y la fabricación de vehículos. Esta heterogeneidad se explica por las diferencias entre ramas en la intensidad de consumo energético, la exposición a la reactivación de las actividades sociales y la incidencia de los cuellos de botella.

#### **Recuadro 3. Una aproximación al posible impacto del aumento de los tipos de interés sobre la situación financiera de las empresas**

El aumento de los tipos de interés tendrá un impacto negativo sobre la renta de las empresas endeudadas a través del incremento del coste medio de su deuda. Como consecuencia de estos desarrollos, el peso de la deuda corporativa en manos de las empresas con presión financiera elevada podría incrementarse de forma apreciable.

#### **Recuadro 4. La traslación del incremento de los precios del gas natural a la inflación del área del euro y de la economía española**

El incremento de los precios del gas natural se traslada a la inflación a través de efectos directos e indirectos. Estos últimos, derivados del encarecimiento de productos que utilizan esta materia prima en su proceso productivo, tardan más tiempo en manifestarse, pero son más persistentes. Con todo esto, el fuerte aumento de los precios del gas natural desde enero de 2021 podría explicar en torno a un tercio de la inflación de la UEM y de España en agosto de 2022.

#### **Recuadro 5. Un análisis preliminar de la sensibilidad del consumo de energía en España al aumento de su precio**

En los últimos trimestres, el fuerte incremento del precio de la electricidad y de los carburantes ha provocado una caída menos acusada en el consumo de estos productos que la que sugeriría la evidencia histórica. No obstante, aún es pronto para valorar con precisión los factores que pueden haber contribuido a esta menor sensibilidad de la demanda al precio e, incluso, para concluir que ha habido un cambio verdaderamente estructural en esta dimensión.

#### **Recuadro 6. Un análisis del contenido de las cláusulas de salvaguarda firmadas recientemente**

En los convenios colectivos registrados hasta el mes de agosto se aprecia un repunte de la incidencia de las cláusulas de salvaguarda en aquellos convenios con vigencia en 2022 y, especialmente, en 2023. La evidencia histórica apunta a que el grado de cobertura que las cláusulas de salvaguarda han venido proporcionando ante distintas sorpresas inflacionistas se ha reducido a lo largo de los últimos años.

## Recuadro 1

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024)**

Este recuadro describe los rasgos más destacados 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 4,5 %, 1,4 % y 2,9 % en 2022, 2023 y 2024, respectivamente (véase cuadro 1)<sup>1</sup>. Por su parte, la inflación general se desacelerará desde el 8,7 % de 2022 hasta el 5,6 % y el 1,9 %, respectivamente, de cada uno de los dos años siguientes. El componente subyacente alcanzará el 3,9 % este año, y se moderará hasta el 3,5 % y el 2,1 % en 2023 y 2024, respectivamente. La fecha de cierre de la recogida de información es el 30 de septiembre<sup>2</sup>.

**Actividad**

En el segundo trimestre de 2022 el PIB creció un 1,5 %, 1,1 puntos porcentuales (pp) más de lo anticipado en el escenario central de las proyecciones de junio<sup>3</sup>, en parte como reflejo de la fortaleza de las exportaciones de servicios turísticos. Este componente de la demanda se vio favorecido por el impulso proporcionado por el levantamiento de las restricciones asociadas a la

pandemia. Este factor compensó holgadamente los efectos adversos sobre la actividad económica que se derivaron de la invasión rusa de Ucrania. Las cifras más recientes de la CNTR reflejan, además, una revisión de las tasas de crecimiento de la actividad en los trimestres previos, en particular, de la registrada entre enero y marzo, que ahora se estima 0,4 pp inferior. En conjunto, en términos de su impacto sobre la tasa media de crecimiento del PIB en 2022, estos datos configuran un punto de partida de la actividad en el actual ejercicio de proyección algo más favorable de lo que se anticipaba en junio.

Tras el repunte de la actividad del segundo trimestre, diversos desarrollos, que se han visto potenciados por la guerra en Ucrania, han incidido negativamente sobre la actividad en los meses de verano y han ensombrecido las perspectivas económicas a escala global de cara a los próximos trimestres. En particular, el aumento de la incertidumbre geopolítica y el recrudecimiento reciente de la crisis energética en Europa, como consecuencia de las interrupciones del suministro procedente de Rusia, han tenido consecuencias globales, lastrando el

Cuadro 1  
Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

	PIB				IAPC				IAPC 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
Octubre de 2022	5,5	4,5	1,4	2,9	3,0	8,7	5,6	1,9	0,6	3,9	3,5	2,1	14,8	12,8	12,9	12,4
Junio de 2022	5,1	4,1	2,8	2,6	3,0	7,2	2,6	1,8	0,6	3,2	2,2	2,0	14,8	13,0	12,8	12,7

**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

**NOTA:** Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2022.

**a** Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de septiembre de 2022.

**b** Media anual.

- Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 10 de junio, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. En particular, esta incluye, en primer lugar, las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Anual (la primera estimación de 2021 y la revisión de las de 2019 y 2020). Según esta fuente de información, el crecimiento del PIB en 2021 fue del 5,5 % [0,4 pp mayor que el estimado a partir de los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) disponibles hasta entonces], mientras que la caída de este agregado en 2020 fue del 11,3 % (0,5 pp más de lo estimado hasta ese momento). En segundo lugar, se incorporan la CNTR y las Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales (CTNFSI) del segundo trimestre de 2022. Por último, se han considerado los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de distintas variables clave en el ejercicio (véase cuadro 2).
- La excepción a este respecto son los supuestos relativos a la evolución de los mercados de exportación, que proceden de las *Proyecciones macroeconómicas del BCE para el área del euro de septiembre*, con información hasta el 23 de agosto.
- 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 (2022-2024) (cont.)**

crecimiento económico e incrementando las presiones inflacionistas. Todo ello ha afectado a las decisiones de gasto de los agentes privados, en España y en otros países, al dañar su confianza y exacerbar la pérdida de renta real que ya estaban experimentando con anterioridad. Además, la persistencia de las pronunciadas sorpresas al alza en el crecimiento de los precios de consumo ha llevado a un endurecimiento de las políticas monetarias a escala internacional. Esto se ha plasmado, en el caso concreto del Banco Central Europeo (BCE), en aumentos acumulados desde junio de sus tipos de interés de 125 puntos básicos (pb), lo que ha dado lugar a una menor laxitud de las condiciones financieras en el área del euro.

Estos desarrollos han tenido su reflejo en la evolución de los indicadores mensuales más recientes referidos a la economía española, que apuntan a una desaceleración

de la actividad en el tercer trimestre. Así, los datos de afiliación a la Seguridad Social muestran que, aun prolongándose en ese período, la creación de empleo experimentó una moderación significativa. Además, la facturación de las empresas también se ralentizó, de acuerdo con las respuestas de estos agentes a la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)<sup>4</sup>. En todo caso, según los resultados de la EBAE, la evolución de la actividad habría presentado una notable heterogeneidad por ramas. En particular, las ramas más beneficiadas por el fin de las restricciones asociadas a la pandemia, como la hostelería y el ocio, registraron aumentos de facturación en el tercer trimestre.

En conjunto, con las cautelas que se desprenden del hecho de que la información cuantitativa disponible para

## Cuadro 2

## Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

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

	Proyecciones de octubre de 2022				Diferencia entre las previsiones actuales y las de junio de 2022 (b)		
	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mercados de exportación de España (c)	9,8	6,3	2,6	3,2	1,8	-0,4	-0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	102,9	79,5	74,2	-3,0	-13,9	-10,1
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,04	0,98	0,98	-0,03	-0,07	-0,07
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	120,7	111,3	107,3	107,3	-1,8	-4,6	-4,6
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	-0,5	0,3	2,9	3,0	0,4	1,6	1,4
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	0,3	2,2	3,4	3,6	0,4	1,0	1,0

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 23 de agosto para los mercados de exportación de España y 30 de septiembre 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 del BCE para la zona del euro de septiembre](#).
- 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.

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

## Recuadro 1

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

los meses de agosto y septiembre es todavía incompleta, se estima que el crecimiento del PIB en el tercer trimestre del año podría haberse situado en el 0,1 % en tasa intertrimestral. Por componentes de demanda, destaca la pérdida de vigor del consumo privado —que se desprende del tono débil de los datos más recientes de indicadores, como las ventas del comercio minorista o las matriculaciones de vehículos de particulares—, en un contexto en el que, de acuerdo con el indicador de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores ha alcanzado sus niveles más reducidos desde 2013.

Un supuesto crucial sobre el que descansan las proyecciones son las sendas de los precios del gas y de la electricidad. En un contexto de incertidumbre tan elevada como el actual, se ha considerado que las cotizaciones del gas en los mercados de futuros del Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS) constituyen un resumen del escenario más probable en cuanto a la evolución futura de estos precios<sup>5</sup>. En particular, cabe esperar que los precios negociados en estos mercados resuman toda la información relevante acerca del escenario más probable con respecto a las posibilidades de que las economías europeas puedan continuar diversificando geográficamente sus importaciones de gas (de forma que sustituyan las que hasta ahora procedían de Rusia por las de otros países productores), reemplazando el gas por otras fuentes de energía y poniendo en marcha medidas de ahorro energético. Además, las cotizaciones del gas en los mercados de futuros estarían capturando de algún modo el escenario más probable acerca del ritmo al que se irá desvaneciendo el impacto de la incertidumbre actual sobre las decisiones de gasto de los agentes.

En los trimestres más inmediatos, los elevados precios del gas y de la electricidad afectarán adversamente a la actividad económica. Sin embargo, el propio encarecimiento del gas, junto con las medidas adoptadas a escala europea para contener su utilización, limitarán la

demanda de esta materia prima. Ello permitiría que, aunque el suministro a la Unión Europea de gas procedente de Rusia se interrumpiera por completo, no fueran necesarios racionamientos severos de esta materia prima.

La actividad recobrará un vigor creciente a partir de la primavera, cuando se verá impulsada por la conjunción de diversos factores. Estos incluyen un alivio gradual de las tensiones imperantes en los mercados de la energía —lo que traería consigo una recuperación progresiva de las rentas reales de los agentes, una mejora de la confianza y un fortalecimiento de la demanda exterior—, la resolución paulatina de las alteraciones que persisten en las cadenas de aprovisionamiento global y un mayor despliegue relativo de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU)<sup>6</sup>. Los flujos turísticos procedentes del exterior, que ya han recuperado prácticamente los niveles previos a la crisis sanitaria, actuarán también como soporte de la actividad, aunque su dinamismo se verá moderado en el corto plazo por los efectos del repunte inflacionista sobre las rentas reales de los potenciales turistas.

En términos de la tasa media anual, se estima que el PIB se elevará un 4,5 % en 2022 (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Dada la significativa desaceleración que se prevé en la actividad económica durante la segunda mitad del año, este avance del producto reflejaría, fundamentalmente, los repuntes de la actividad que ya se han materializado hasta el segundo trimestre. En 2023, el crecimiento del PIB se moderará muy significativamente, hasta situarse en el 1,4 %, a resultas de la debilidad de la actividad en el segundo semestre de este año y en el primer trimestre del próximo. Cabe recordar, en este sentido, que un menor crecimiento del producto en la parte final de un año limita sensiblemente, a través de los efectos arrastre, la tasa media de crecimiento del siguiente. Por otra parte, el mayor dinamismo económico a partir de la primavera de 2023 se intensificará progresivamente, lo que permitirá que en 2024 el avance del PIB alcance el 2,9 %. La recuperación del nivel del producto previo a la pandemia

5 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 octubre 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 CO<sub>2</sub>. El supuesto acerca de la trayectoria de este coste coincide con el utilizado por el personal técnico del BCE en las *Proyecciones macroeconómicas del BCE para el área del euro de septiembre*. Finalmente, en el cálculo de la senda de precios de la electricidad se tiene en cuenta el mecanismo del tope del precio del gas hasta mayo de 2023 y la reversión de las medidas impositivas una vez transcurrido el plazo para el que han sido aprobadas.

6 La ejecución de proyectos asociados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) del NGEU se está desarrollando con un cierto retraso con respecto a las proyecciones de junio. Esto se traduce en una contribución más reducida al crecimiento económico en el corto plazo y más elevada hacia el final del horizonte de proyección. Véase anejo 1.

## Recuadro 1

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

se retrasaría probablemente hasta el primer trimestre de 2024 (véase gráfico 2), esto es, unos dos trimestres más tarde de lo proyectado en junio.

En comparación con las proyecciones anteriores, las actuales comportan una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2022 de 0,4 pp (véase cuadro 3). Los datos más recientes de la CNTR hasta el segundo trimestre, que reflejan, en conjunto, un avance más intenso del PIB de lo que se estimaba en junio conducen, mecánicamente, a una revisión al alza de 0,7 pp de la tasa media de crecimiento de este año. No obstante, dicha alza se ve mermada por el menor crecimiento de la actividad que se anticipa ahora para el segundo semestre. Por su parte, el crecimiento proyectado en 2023 es 1,5 pp menor que el de junio. Las mayores tasas de inflación proyectadas, las condiciones de financiación menos favorables, las dificultades para que las empresas de las ramas más afectadas por el recrudecimiento de la crisis energética desarrollen su actividad, el aumento de la incertidumbre y el debilitamiento de la demanda global son factores que contribuyen a explicar esta notable revisión a la baja del crecimiento del próximo año.

**Precios y costes**

El ritmo de avance de los precios de consumo, medidos por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), continuó sorprendiendo al alza en los meses de verano. En julio, la tasa interanual de este indicador alcanzó el 10,8%, su nivel más elevado desde 1984. Posteriormente, los componentes de alimentos, bienes industriales no energéticos y servicios han seguido acelerándose, de forma que una proporción cada vez más elevada de rúbricas ha ido registrando tasas de inflación muy elevadas. Cabe destacar, en particular, el fuerte avance de los precios de los servicios de ocio, restauración y turismo, relacionado con el notable vigor de la demanda tras el levantamiento de la práctica totalidad de las restricciones asociadas a la pandemia. Sin embargo, la tasa de variación del indicador general se ha moderado en cierta medida recientemente, gracias a la caída del precio de los carburantes<sup>7</sup>. Esta desaceleración ha sido, no obstante, menos intensa de lo que se anticipaba en las proyecciones de junio, debido al repunte del precio del gas, que se prolongó hasta finales de agosto y que incidió también sobre los precios de la electricidad.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes

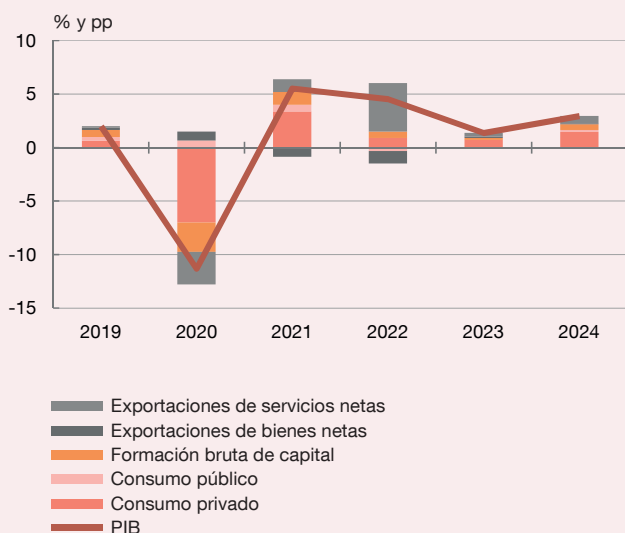
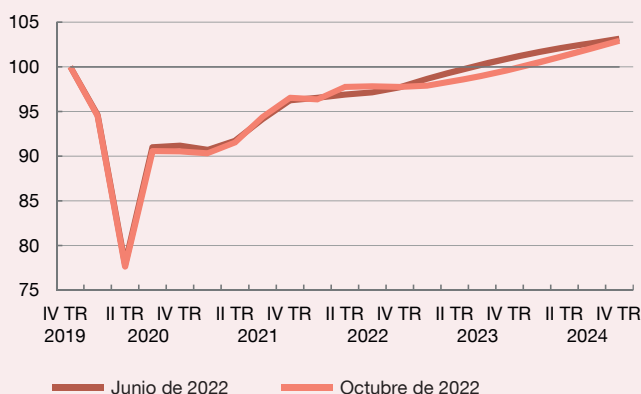


Gráfico 2  
PIB real. Nivel (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

7 El IAPC habría crecido en septiembre un 9,3%, según el indicador adelantado.

## Recuadro 1

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

Un elemento que ha contenido la dinámica inflacionista son las actuaciones puestas en marcha por las autoridades precisamente para limitar los efectos de ese aumento del precio del gas. En concreto, se estima que, en agosto, estas medidas contribuyeron a reducir la tasa de inflación general en algo más de 2 pp. De esta cuantía, aproximadamente la mitad se corresponde con el efecto del mecanismo para limitar el precio del gas utilizado en la generación de electricidad.

En el período de proyección se contempla una moderación gradual de la tasa de variación del IAPC general desde sus niveles actuales. Ello responde, fundamentalmente, a la reducción esperada del ritmo de crecimiento de los componentes de energía y alimentos (véase gráfico 3), en consonancia con las sendas de los precios del petróleo,

del gas y de las materias primas alimenticias de los mercados de futuros.

Sin embargo, no se espera que la inflación subyacente descienda desde sus elevados niveles actuales hasta la próxima primavera (véase gráfico 4). La razón es que, en los próximos meses, continuará completándose la traslación de los recientes incrementos de costes de las empresas a sus precios de venta. Eventualmente, la culminación de esa transmisión, junto con la prolongación de los indicios recientes de desvanecimiento gradual de las persistentes distorsiones que afectan a las cadenas globales de suministro, permitirá una moderación paulatina de la inflación subyacente. Así, en términos de las tasas medias anuales, este indicador alcanzará el 3,9 % este año, y se moderará hasta el 3,5 % y el 2,1 % en

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 octubre de 2022				Proyecciones de junio de 2022		
	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB	5,5	4,5	1,4	2,9	4,1	2,8	2,6
Consumo privado	6,0	1,6	1,3	3,2	1,4	4,9	2,8
Consumo público	2,9	-1,5	0,0	0,9	-0,2	0,4	1,2
Formación bruta de capital fijo	0,9	4,7	1,7	2,6	6,5	2,1	2,4
Exportación de bienes y servicios	14,4	17,5	4,0	3,1	12,5	2,9	3,5
Importación de bienes y servicios	13,9	8,2	3,1	2,4	7,0	4,0	3,1
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	5,2	1,1	0,9	2,5	2,1	3,2	2,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,3	3,4	0,5	0,4	2,0	-0,4	0,2
PIB nominal	7,9	8,1	5,9	5,6	7,2	5,8	5,0
Deflactor del PIB	2,3	3,5	4,5	2,6	2,9	2,9	2,4
IAPC	3,0	8,7	5,6	1,9	7,2	2,6	1,8
IAPC sin energía ni alimentos	0,6	3,9	3,5	2,1	3,2	2,2	2,0
Empleo (horas)	7,2	4,0	0,8	2,5	4,6	1,5	1,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	14,8	12,8	12,9	12,4	13,0	12,8	12,7
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,9	2,6	2,7	3,4	3,1	3,2	3,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-6,9	-4,3	-4,0	-4,3	-4,6	-4,5	-4,2
Deuda de las AAPP (% del PIB)	118,3	113,3	110,7	109,9	114,9	113,2	112,5

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

## Recuadro 1

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

2023 y 2024, respectivamente. Por su parte, la inflación general se desacelerará desde el 8,7 % de 2022 hasta el 5,6 % y el 1,9 %, respectivamente, de cada uno de los dos años siguientes.

Estas proyecciones descansan sobre dos supuestos muy relevantes. Por un lado, la evidencia disponible indica que los precios de los bienes y servicios no energéticos han respondido a las perturbaciones de los precios de la energía de forma más rápida en el episodio inflacionista actual de lo que lo han hecho, por término medio, en el pasado. Por este motivo, se asume que la traslación por parte de las empresas de los aumentos de costes energéticos pasados a los precios de venta finales se encuentra ya en un estado relativamente avanzado de culminación. Por otro lado, la respuesta de los salarios al repunte inflacionista ha sido, hasta la fecha, moderada. De cara al futuro, se considera que esta respuesta continuará siendo relativamente contenida, lo que evitará que se desencadenen fenómenos de retroalimentación entre los crecimientos de los salarios y los de los precios finales.

En comparación con las proyecciones de junio, las sorpresas recientes en el avance de los precios —que se explican, en gran medida, por un encarecimiento de las materias primas energéticas y alimenticias mayor del

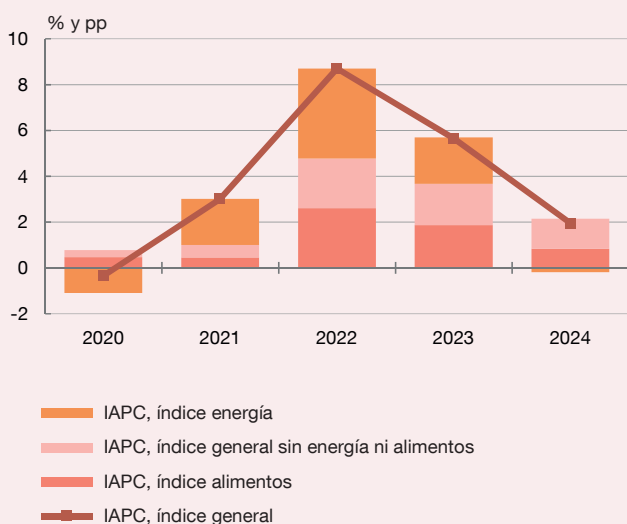
esperado entonces, y por una transmisión más rápida de dicho encarecimiento hacia los precios de otros bienes y servicios— comportan un punto de partida más elevado. Este nuevo punto de partida, junto con las nuevas sendas previstas de cara al futuro para los precios de la energía y un euro más depreciado, implica tasas para la inflación general y para la subyacente más elevadas y persistentes en el tiempo de lo proyectado en junio (véase cuadro 1).

**Riesgos**

Los riesgos sobre estas proyecciones están orientados a la baja para la actividad y al alza para la inflación. En particular, el principal riesgo se deriva de la materialización de desarrollos en los mercados energéticos que puedan diferir significativamente de los contemplados en el escenario central. Estos riesgos, que, en principio, se localizarían fundamentalmente en el mercado del gas, podrían manifestarse tanto a través de la evolución de los precios —que pueden seguir una trayectoria inferior o una superior a la del escenario central— como a través de las cantidades —de modo que puedan observarse mayores problemas de suministro de los considerados o bien una ausencia plena de restricciones al uso del gas—.

En este sentido, la realización de distintos ejercicios de sensibilidad resulta de utilidad para valorar el impacto que, sobre el crecimiento y la inflación, podrían tener

Gráfico 3  
Contribuciones al crecimiento del índice armonizado de precios de consumo por componentes

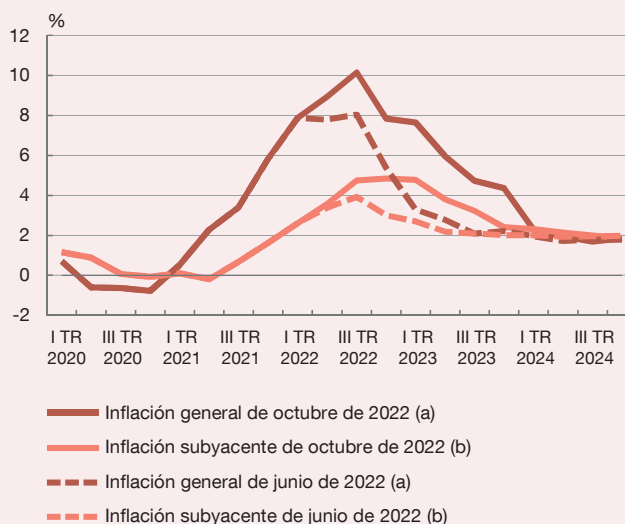


FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

Gráfico 4  
Evolución de la inflación general y subyacente



## Recuadro 1

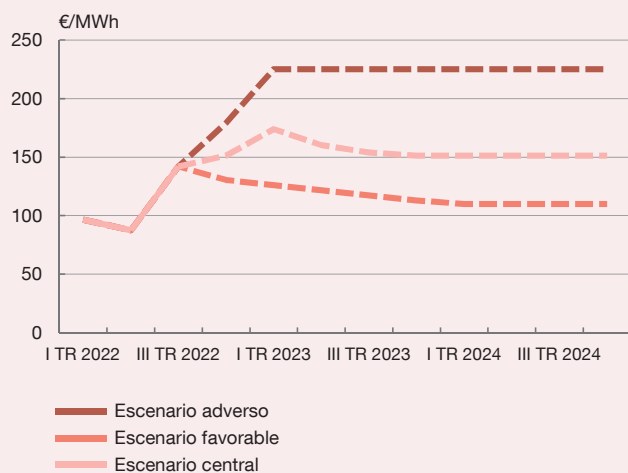
**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)**

algunas variaciones relevantes en los supuestos relativos a las dinámicas del mercado del gas natural contemplados en el escenario central.

En primer lugar, en el caso de la evolución de los precios de esta materia prima, se consideran dos sendas alternativas a la planteada en el escenario central. En particular, en un escenario desfavorable se asume que, desde su nivel actual, el precio del gas se incrementa gradualmente hasta situarse, en enero de 2023, en el máximo que alcanzó el pasado mes de agosto, nivel de precios que se mantendría durante el resto del horizonte de proyección (véase gráfico 5).

Además, también se contempla un escenario favorable, en el que, en comparación con el central, los precios del gas se sitúan en niveles más reducidos desde octubre de 2022. En concreto, el supuesto realizado es que dichos precios disminuyen de forma lineal hasta enero de 2024, momento en que alcanzan el nivel marcado en los mercados de futuros para las operaciones a ese horizonte temporal. Posteriormente, se estabilizan en esa cota hasta diciembre de 2024<sup>8</sup>.

Gráfico 5  
Precio del gas

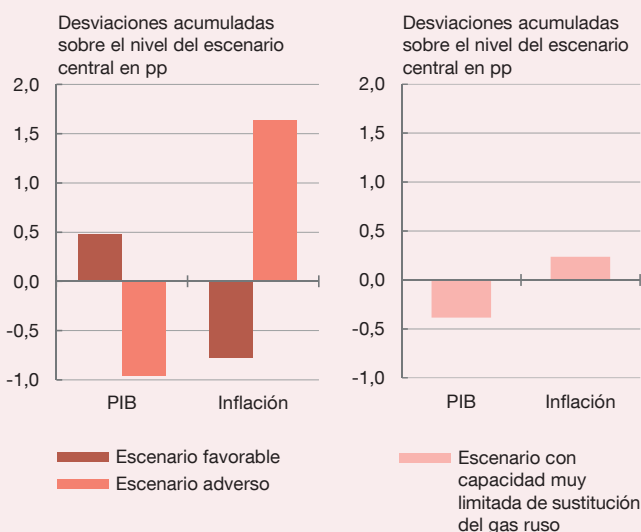


FUENTES: MIBGAS y Banco de España.

En segundo lugar, en lo que respecta a las cantidades, se ha elaborado un único escenario alternativo. En dicho escenario, se asume que la capacidad de Europa para sustituir en el corto plazo las importaciones de gas procedentes de Rusia es limitada —ya sea porque no resulta sencillo encontrar suministradores alternativos, porque no es fácil sustituir el gas por otra fuente de energía, porque la demanda es elevada ante un invierno más frío de lo habitual, o por cualquier otra causa— y se sitúa en la parte baja del rango de elasticidades de sustitución considerado en Quintana (2022)<sup>9</sup>. En este sentido, cabe señalar que, en el escenario central de este ejercicio de proyecciones, se asume que esa elasticidad de sustitución se encontraría en la parte alta de dicho rango, como consecuencia de los preparativos que muchos países europeos han venido desplegando en los últimos meses para limitar el impacto económico de un corte en el suministro de gas ruso, lo que se correspondería con una capacidad de sustitución relativamente moderada en el corto plazo.

Las simulaciones llevadas a cabo con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) sugieren que, bajo el escenario

Gráfico 6  
Impacto acumulado sobre el PIB y la inflación en el período 2023-2024



8 Como se ha señalado, se ha optado, en el escenario central, por mantener constantes los precios del gas a partir de noviembre de 2023 en el valor que cotizan los futuros para octubre de ese mismo año. La razón que existe detrás de este supuesto es que, a un horizonte superior a un año, la liquidez del mercado de futuros es muy reducida.

9 Véase Quintana, J. (2022), «Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

## Recuadro 1

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

desfavorable de los precios, el nivel del PIB en 2024 sería 1 pp inferior al implícito en las actuales proyecciones, mientras que la inflación sería 1,1 pp más elevada en 2023 y 0,5 pp superior en 2024 (véase panel izquierdo del gráfico 6). En contraposición, en el escenario favorable del precio del gas, la corrección más intensa de este daría lugar a una mayor reducción de las tasas de inflación y a unos ritmos de avance de la actividad más intensos a partir de 2023 de lo proyectado bajo el escenario central. Finalmente, bajo el escenario que asume una capacidad limitada para sustituir el gas ruso, la actividad crecería, en el bienio 2023-2024, 0,4 pp menos de lo previsto en el escenario central, mientras que la inflación sería 0,2 pp más elevada (véase panel derecho del gráfico 6).

Las proyecciones están sometidas, además, a otros elementos de riesgo adicionales. Una primera fuente de incertidumbre está asociada al grado de traslación de los aumentos de precios y costes recientes al resto de los precios de la economía y a los salarios. En este sentido, la intensidad con la que está teniendo lugar la transmisión de los mayores costes de producción a los precios finales en los últimos meses habría elevado la probabilidad de que se desencadenen efectos de segunda vuelta o de realimentación entre precios y salarios significativos, y, por tanto, de que se produzca un agravamiento adicional del proceso inflacionario, con consecuencias adversas sobre la competitividad exterior y sobre la actividad y el empleo. Además, la persistencia del actual episodio de elevados crecimientos de precios incrementa los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, que han repuntado, aunque modestamente, en los últimos meses.

El ritmo con el que los proyectos de inversión asociados al programa NGEU podrían filtrarse a la economía también supone una fuente de incertidumbre adicional de cara al futuro, después de los retrasos que parecen haberse producido en los últimos trimestres. Asimismo, en el contexto actual, de elevada incertidumbre, no puede descartarse un eventual repunte del ahorro por motivos precautorios que lastre el gasto de los hogares y el dinamismo del consumo agregado.

Finalmente, la conjunción del proceso de normalización monetaria y el deterioro en las perspectivas económicas se está traduciendo en un endurecimiento de las condiciones de financiación de los mercados financieros

que podría dar lugar a algún episodio potencialmente disruptivo en dichos mercados de capitales. En cualquier caso, las pérdidas acumuladas en el valor real de las rentas de empresas y familias, unidas a los mayores tipos de interés que se proyectan, incrementan la vulnerabilidad de aquellos agentes con una situación económica y financiera menos saneada, lo que podría incidir sobre sus niveles de gasto en mayor medida que lo incorporado en las actuales proyecciones.

**ANEJO 1****Supuestos que subyacen a las proyecciones**

Las diferencias más destacadas entre los supuestos actuales y los de junio se refieren a los precios de la energía —más reducidos en el caso del petróleo, pero significativamente más elevados en lo que respecta al gas—, a los tipos de interés —más altos que entonces tanto a corto como a largo plazo—, al tipo de cambio del euro —más depreciado ahora— y a los mercados de exportación —cuyo ritmo de crecimiento se ha revisado a la baja en 2023 y, en menor medida, en 2024 (véase cuadro 2)—.

En el ámbito de la política fiscal, las nuevas medidas aprobadas desde la fecha de cierre del ejercicio de proyecciones de junio suponen un incremento del déficit de las Administraciones Públicas de 2022 de 0,8 pp de PIB<sup>10</sup>. Todas esas medidas tienen una naturaleza transitoria, salvo el aumento de 0,1 pp de PIB del gasto en defensa. En conjunto, el importe de las medidas temporales que han sido aprobadas desde el comienzo de este año en relación con el repunte de precios de la energía y las consecuencias de la guerra ascendería a 1,3 pp de PIB. Con respecto a las proyecciones de junio, se espera, en todo caso, una reducción mayor del déficit público este año, dado que el aumento de la recaudación impositiva en el conjunto del ejercicio superará ampliamente, a tenor de la última información disponible, el coste de las nuevas medidas.

De cara a 2023 y 2024, se estima que, en cada uno de esos años, los gravámenes temporales sobre el sector energético y las entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito supondrán una mejora transitoria del saldo público de 0,3 pp de PIB. A falta de suficiente información, otros supuestos incluidos en el ejercicio son

10 No se han incluido los anuncios en materia tributaria dados a conocer el 29 de septiembre, a la espera de su concreción normativa y de su posterior análisis detallado.

## Recuadro 1

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

la subida de los salarios públicos en línea con el incremento previsto en el sector privado y un cierto cierre de la brecha entre la recaudación impositiva observada y el nivel más reducido de esta que se derivaría de su relación histórica con las bases tributarias. Para el resto de las rúbricas, las proyecciones se apoyan en los supuestos técnicos habituales —que incluyen la indicación de las pensiones con el índice de precios de consumo (IPC)— y en el crecimiento inercial de las partidas más discrecionales, lo que comporta aumentos nominales mayores de los proyectados en junio como consecuencia de las revisiones al alza de las tasas de variación previstas de los deflatores. Finalmente, los datos disponibles sobre el ritmo de ejecución de las

convocatorias del programa NGEU llevan a revisar a la baja el gasto estimado para 2022 y 2023, y ligeramente al alza el de 2024.

Como consecuencia de las diversas medidas transitorias aprobadas, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario<sup>11</sup>, sería moderadamente expansivo este año y pasaría a ser contractivo en 2023, una vez que estas se retiren. En 2024, el aumento de las pensiones —dado que se revalorizan con el IPC del año anterior— por encima del crecimiento potencial de la economía, junto con un cierto cierre de la brecha de la recaudación impositiva, propiciaría nuevamente un tono de la política fiscal expansivo.

---

11 Corregido de ingresos y pagos a la Unión Europea, ya que estos, si bien alteran el déficit estructural, no tienen impacto en el tono de la política fiscal en nuestro país, ya que no afectan a los agentes residentes.



## Recuadro 2

**LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR MANUFACTURERO EN ESPAÑA**

Alejandro Fernández Cerezo y Elvira Prades

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 16 de septiembre

Entre enero y julio de 2022, la actividad productiva de las ramas manufactureras aumentó en España un 2,9 % en comparación con el mismo período de 2021, de acuerdo con el índice de producción industrial (IPI)<sup>1</sup>. Esta cifra contrasta con los incrementos más modestos registrados en Francia y en Italia (del 1,3 % y del 1,2 %, respectivamente) y con la caída del 1,2 % observada en Alemania (véase gráfico 1.1). No obstante, esta positiva evolución agregada del IPI español oculta una elevada heterogeneidad entre las diferentes ramas manufactureras. En particular, la producción de algunos sectores (como el de metalurgia y el de fabricación de vehículos) retrocedió en los siete primeros meses de este año, mientras que la producción de algunas industrias de bienes de consumo (como la fabricación de ropa, cuero y calzado) presentó aumentos significativos (véase gráfico 1.2). Este recuadro analiza tres factores que podrían explicar esta heterogeneidad en la evolución reciente de la actividad manufacturera en España: el encarecimiento de la energía en un contexto marcado por la guerra en Ucrania, los cambios en los patrones de consumo asociados al proceso de normalización de las actividades sociales tras la fase más aguda de la pandemia y los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros.

En primer lugar, cabe esperar que el reciente repunte de los precios energéticos haya incidido con mayor intensidad sobre la producción de aquellos sectores que presentan una mayor dependencia energética en sus procesos productivos. Una forma de cuantificar dicha dependencia consiste en calcular, utilizando las tablas *input-output*, la ratio entre el gasto total en energía de cada rama y el valor total de su producción<sup>2</sup>. De acuerdo con esta métrica, la industria metalúrgica es la que presenta una mayor dependencia energética, con 0,33 euros de gasto en energía por cada euro producido. En el gráfico 1.3, al considerar el conjunto de las ramas manufactureras, se observa una asociación negativa entre la evolución de su producción en 2022 y su dependencia energética. Es decir, las ramas que requieren un mayor consumo de energía para el desarrollo de su actividad han experimentado una

evolución más negativa de su producción a lo largo de 2022.

En segundo lugar, en los últimos meses se ha acelerado el levantamiento de las medidas de contención asociadas a la pandemia, lo que habría conllevado una recuperación de la demanda en actividades con un elevado componente de interacción social y un impulso para la producción de las ramas manufactureras más vinculadas con dichas actividades, como la fabricación de ropa y de calzado. En efecto, según se ilustra en el gráfico 1.4, las ramas manufactureras cuya producción se vio más lastrada en 2020 como consecuencia de las restricciones sanitarias han sido precisamente las que más han crecido en la parte transcurrida de 2022, una vez que dichas medidas de contención se han eliminado y se ha producido una cierta reactivación de la movilidad y de las actividades sociales.

En tercer lugar, otro factor que podría explicar la heterogeneidad entre las ramas manufactureras en cuanto a la evolución de su producción industrial en los últimos meses son los denominados «cuellos de botella» en las cadenas globales de suministros. Para aproximar la incidencia de estas disrupciones en cada rama de actividad, resultan de utilidad las encuestas de opinión de la Comisión Europea, que, entre otros aspectos, cuantifican el porcentaje de empresas manufactureras que se enfrentan a escasez de material o de bienes de equipo. No solo en España, sino también en la mayoría de los países de nuestro entorno, dichos porcentajes han alcanzado máximos históricos en los últimos trimestres y, si bien han experimentado una cierta mejoría recientemente, aún permanecen en niveles muy elevados históricamente, especialmente en el caso de algunas ramas, como la de fabricación de vehículos. A partir de esta información, es posible observar que, en efecto, existe una relación negativa —si bien algo más débil que en el caso de los dos factores mencionados anteriormente— entre la incidencia de los cuellos de botella para las diferentes ramas manufactureras y la

1 El IPI es un índice mensual que refleja la evolución de la actividad manufacturera en términos reales, eliminando la influencia de los precios, a partir de una encuesta a empresas. A diferencia del VAB trimestral de la Contabilidad Nacional, el IPI ofrece información desagregada para las diferentes ramas manufactureras. En particular, este recuadro analiza la evolución del IPI para los 23 sectores manufactureros a dos dígitos según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (CNAE-2009).

2 Esto es, para cada sector se calcula la ratio entre el valor de las compras a los sectores de suministro de energía y de coquerías y refino de petróleo y el valor total de su producción. Para este ejercicio se utilizan las *tablas input-output globales ICIO de la OCDE*. Los cálculos se realizan en términos nominales para 2018.

Recuadro 2

**LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR MANUFACTURERO EN ESPAÑA (cont.)**

evolución de su producción industrial en 2022 (véase gráfico 1.5)<sup>3</sup>.

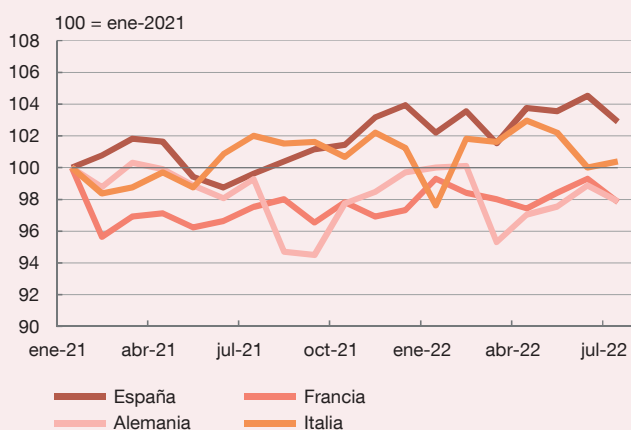
En resumen, la heterogeneidad en el dinamismo de la actividad productiva de las ramas manufactureras en

España en la parte transcurrida de 2022 podría explicarse, al menos en parte, por las diferencias en cuanto a la intensidad del consumo energético, al grado de exposición a la reactivación de las actividades sociales y a la severidad de los problemas de escasez de suministros.

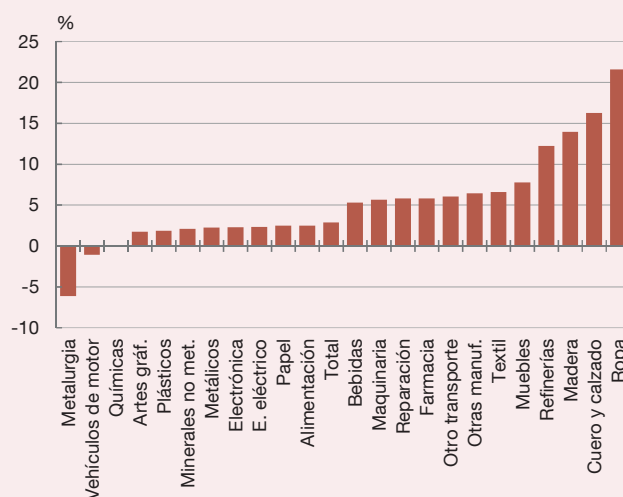
Gráfico 1

La evolución reciente del sector manufacturero en España

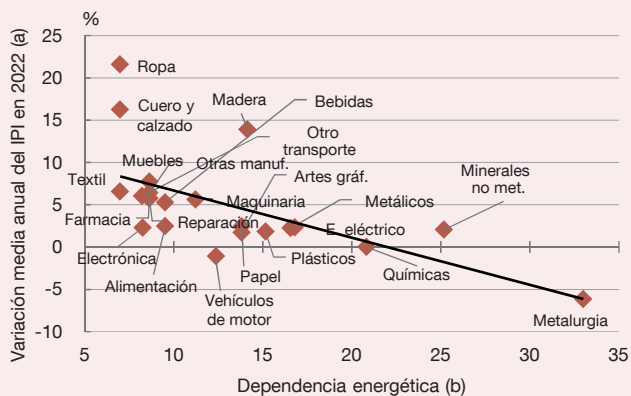
1 Índice de producción industrial (IPI) de las manufacturas



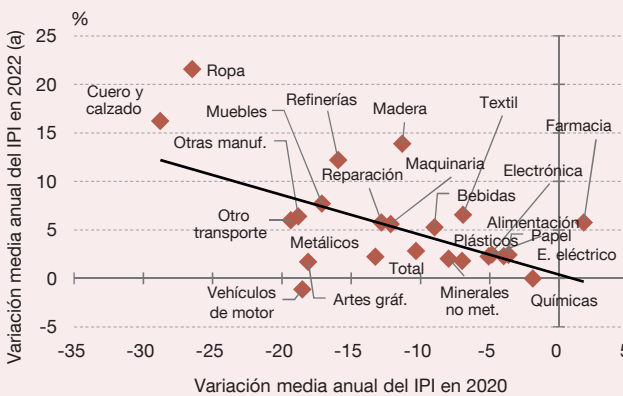
2 Variación media anual del IPI en 2022, por ramas, en España (a)



3 Evolución del IPI en 2022 y dependencia energética, por ramas, en España



4 Evolución del IPI en 2022 e incidencia de la pandemia en 2020, por ramas, en España



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística, Eurostat, Comisión Europea y tablas *Inter-Country Input-Output* (ICIO-2018 OCDE).

- a Tasa de variación del promedio del IPI entre enero y julio de 2022 respecto al mismo período de 2021.
- b Gasto total en energía, directo e indirecto, dividido por el valor de la producción total.

3 Para cada rama se calcula la diferencia entre el porcentaje de empresas afectadas por escasez de material y de equipo y el percentil 90 de su distribución histórica. Para más detalles, véase «El impacto potencial de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sobre la economía española en los próximos trimestres», recuadro 5, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

## Recuadro 2

## LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR MANUFACTURERO EN ESPAÑA (cont.)

En este sentido, un análisis de regresión múltiple que considera estos tres factores como variables explicativas de la evolución del IPI en 2022 indica que, de forma conjunta, dichos determinantes pueden explicar aproximadamente un 65 % de la variación observada entre las diferentes ramas. En concreto, el factor de dependencia energética explicaría un 53 % de la variación total, frente al 32 % que explicaría el factor de reactivación de las actividades sociales y al 15 % que correspondería al factor asociado a los cuellos de botella (véase gráfico 1.6)<sup>4</sup>.

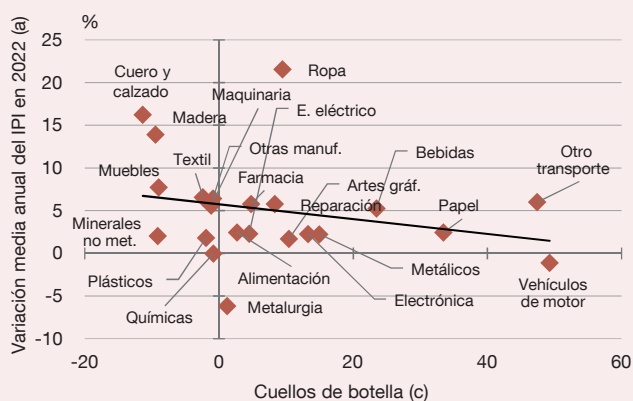
Finalmente, cabe mencionar que el hecho de que, en términos agregados, la industria española haya mostrado

una mejor evolución relativa reciente en comparación con la de algunos de los principales países europeos vendría explicado, en gran medida, por la particular estructura productiva de nuestras manufacturas. En este sentido, el peso en la industria española de las ramas de fabricación textil, ropa, y calzado y cuero —que han evolucionado de forma más favorable recientemente, al albur de la reactivación de las actividades sociales— se sitúa en el 6,8 %, mientras que en Alemania, por ejemplo, este porcentaje se reduce hasta el 1,1 %<sup>5</sup>. Por su parte, el peso en nuestro país de las ramas de metalurgia, vehículos de motor y química —que se habrían visto más negativamente afectadas en los últimos trimestres por su elevada dependencia energética y por los cuellos de

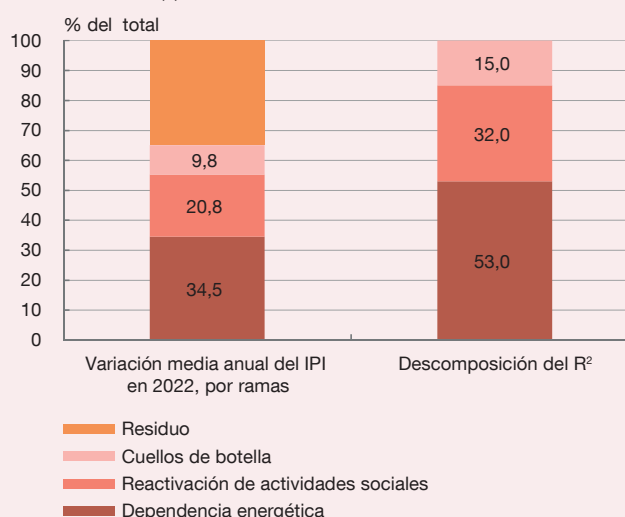
Gráfico 1

La evolución reciente del sector manufacturero en España (cont.)

## 5 Evolución del IPI en 2022 y cuellos de botella, por ramas, en España



## 6 Descomposición de los factores explicativos de la heterogeneidad del IPI en 2022 (d)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat, Comisión Europea y tablas *Inter-Country Input-Output* (ICIO-2018 OCDE).

- a Tasa de variación del promedio del IPI entre enero y julio de 2022 respecto al mismo período de 2021.  
 c A partir de las encuestas de opinión de la Comisión Europea, para cada rama se calcula la diferencia entre el porcentaje de empresas afectadas por escasez de material/equipo en el tercer trimestre de 2022 y el percentil 90 de su distribución histórica.  
 d Este gráfico se basa en una regresión que relaciona la variación media anual del IPI en 2022 por ramas y los tres factores (dependencia energética, reactivación de actividades sociales y cuellos de botella) como variables explicativas. El  $R^2$  de dicha regresión es aproximadamente del 65 % y se descompone la contribución de cada variable explicativa a dicho  $R^2$  utilizando la metodología de F. Hüttner y M. Sunder (2011), *Decomposing  $R^2$  with the Owen value*, Working Paper n.º 100, Leipzig, Universität Leipzig, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät.

4 Estos cálculos se basan en la metodología de F. Hüttner y M. Sunder (2011), *Decomposing  $R^2$  with the Owen value*, Working Paper n.º 100, Universität Leipzig.

5 Cabe recordar que, en 2019, el peso de las actividades manufactureras, medido en términos de valor añadido bruto, en el total de la economía alcanzó el 12,1 % en España, el 21,7 % en Alemania, el 11,2 % en Francia y el 16,6 % en Italia.

## Recuadro 2

**LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR MANUFACTURERO EN ESPAÑA (cont.)**

botella— se sitúa en el 21 % del conjunto de la actividad manufacturera, muy por debajo del 30,7 % que supone en Alemania. Estas diferencias entre la composición de la industria española y la alemana explican una parte del mayor dinamismo relativo que han mostrado las manufacturas españolas durante 2022. En particular, si el

peso de las distintas ramas manufactureras en nuestra industria replicara el que se observa en Alemania, el crecimiento del IPI en España, entre enero y julio de 2022 respecto al mismo período el año anterior, no sería de un 2,9 %, como se ha mencionado anteriormente, sino de un 1,9 %.

## Recuadro 3

**UNA APROXIMACIÓN AL POSIBLE IMPACTO DEL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS**

Maristela Mulino

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 20 de septiembre

Las fuertes presiones inflacionistas que se vienen produciendo en los últimos trimestres en la Unión Económica y Monetaria (UEM) han provocado una aceleración en el proceso de normalización de la política monetaria, lo que se ha traducido en un repunte muy acusado de los tipos de interés de referencia en los mercados financieros. Así, por ejemplo, el euríbor a 12 meses ha aumentado en 258 puntos básicos (pb) entre el 31 de diciembre de 2021 y el 12 de septiembre pasado, hasta situarse en el 2,08 %. Por su parte, en el mismo período, el tipo OIS a diez años<sup>1</sup> se ha incrementado en 208 pb.

Estas subidas de los tipos de interés se trasladarán progresivamente al coste medio de la deuda de las empresas, pero también a la remuneración media de algunos de sus activos financieros —como los depósitos y los créditos concedidos—, aumentando, de esta forma, tanto sus gastos como sus ingresos financieros. El objetivo de este recuadro es aproximar el impacto que tendrían distintos incrementos hipotéticos de los tipos de interés de mercado sobre la carga financiera de las compañías, definida como la ratio entre los gastos financieros y la suma del resultado de explotación y los ingresos financieros. Asimismo, se evalúa el efecto que ello tendría sobre el peso que las empresas con una presión financiera elevada<sup>2</sup> representan en términos del empleo agregado y del volumen de deuda corporativa.

Los ejercicios planteados en este recuadro se realizan a partir de la información granular de la Central de Balances Integrada correspondiente a los ejercicios de 2019 y 2020<sup>3</sup> —últimos disponibles—. Para unas 800.000 sociedades, se consideran incrementos de los tipos de interés de mercado de 200 pb, 300 pb y 400 pb, que se trasladan completamente al coste y a la remuneración media de determinadas deudas y créditos concedidos<sup>4</sup>. En el caso de los depósitos, se supone una traslación

incompleta, en línea con la que se ha observado históricamente<sup>5</sup>. En cuanto al resto de las partidas de la cuenta de resultados, se asume que estas no se ven afectadas por el aumento de los tipos de interés. En este sentido, las estimaciones que se presentan a continuación deben interpretarse como una primera aproximación al impacto que el repunte de los tipos de interés podría suponer sobre la situación financiera de las empresas que operan en nuestro país, puesto que dichas estimaciones se realizan en términos *ceteris paribus*, es decir, sin tener en cuenta que la propia subida de los tipos de interés —así como el contexto macroeconómico que la motiva— puede llegar a afectar a variables clave en el balance de las empresas, como las ventas o los costes laborales y de suministros. Además, los ejercicios realizados aproximan dicho impacto fundamentalmente con un horizonte a corto plazo, pues se ignoran, por ejemplo, los efectos vinculados con la posible refinanciación a su vencimiento de las deudas a tipo de interés fijo que vencen a largo plazo.

A la hora de trasladar el aumento de los tipos de interés a las partidas del balance cuyo coste y remuneración se ven afectados por dicho incremento —de acuerdo con las consideraciones presentadas anteriormente—, resulta necesario realizar un supuesto adicional en cuanto a qué sucede con las deudas y los créditos concedidos que vencen a corto plazo. En este sentido, los resultados que se presentan a continuación contemplan dos casos extremos:

- *Sin renovación de la deuda a corto plazo*: se supone que tanto las deudas como los créditos concedidos a corto plazo no se renuevan a su vencimiento, de modo que su coste o remuneración no se ven afectados por la perturbación. En cambio, los incrementos de los tipos de interés de mercado sí se trasladan al coste de

- 1 La tasa OIS (*Overnight Index Swap*) a diez años se considera la tasa de referencia para los tipos de interés libres de riesgo de la UEM a largo plazo. La tasa OIS es la tasa del componente fijo de un contrato *swap* de tipos de interés en el que el componente variable es el tipo de interés €STR a un día.
- 2 A efectos de este recuadro, se entiende que una empresa soporta una presión financiera elevada cuando sus ingresos ordinarios (resultado económico bruto e ingresos financieros) son inferiores a sus gastos financieros.
- 3 En el caso del resultado de explotación bruto se toma el dato del año 2019, dado que los beneficios de 2020 están distorsionados por el impacto de la crisis del COVID-19 y se considera que la información de 2019 es más representativa de la posible evolución de la actividad de las empresas en los próximos años.
- 4 Se supone que aumentan en esta cuantía todas las rentabilidades del mercado interbancario, que son las más relevantes para este ejercicio, dado que se pretenden aproximar, principalmente, los efectos a corto plazo de la subida en los tipos de interés, tanto los vinculados con la refinanciación de las deudas y de los créditos a corto plazo como los asociados con la revisión de los índices de referencia de los activos y pasivos a tipo variable.
- 5 Se supone una traslación del 15 % para los depósitos a la vista y del 76 % para los depósitos a plazo. Estos porcentajes se obtienen de ecuaciones estimadas con datos históricos que aproximan la relación a largo plazo entre el euríbor a 12 meses y los tipos de interés de los depósitos.

## Recuadro 3

**UNA APROXIMACIÓN AL POSIBLE IMPACTO DEL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS (cont.)**

las deudas y a la remuneración de los créditos concedidos en el caso de operaciones a largo plazo y

tipo variable<sup>6</sup>, a los depósitos a la vista y a los depósitos a plazo con vencimiento hasta un año. En la

Gráfico 1  
Aumento estimado de la carga financiera mediana por la subida de los tipos de interés (a) (b)

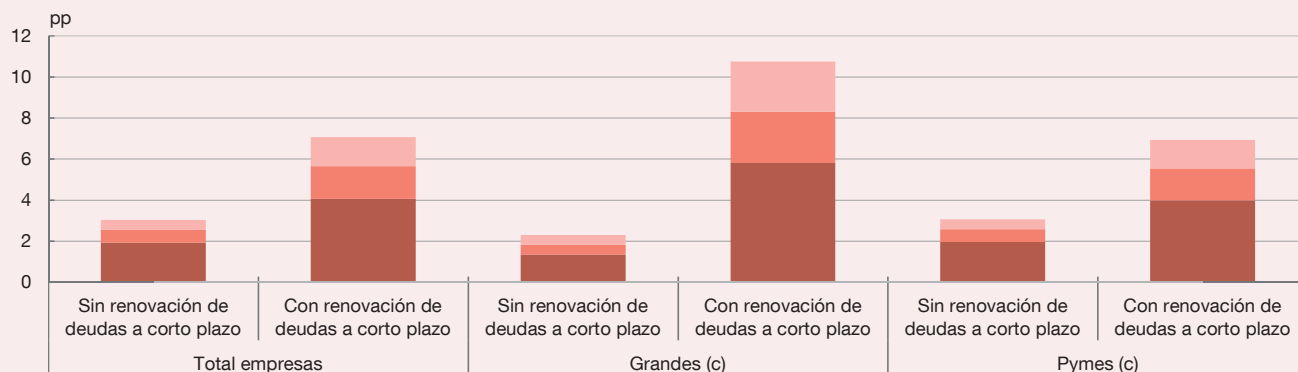


Gráfico 2  
Aumento estimado del peso del empleo de las empresas con presión financiera elevada por la subida de los tipos de interés (b) (d)

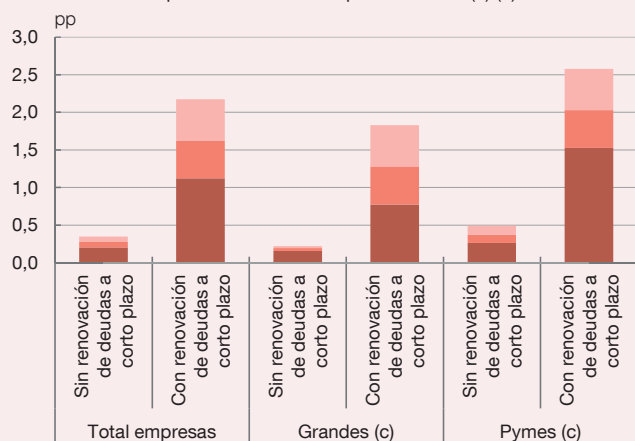
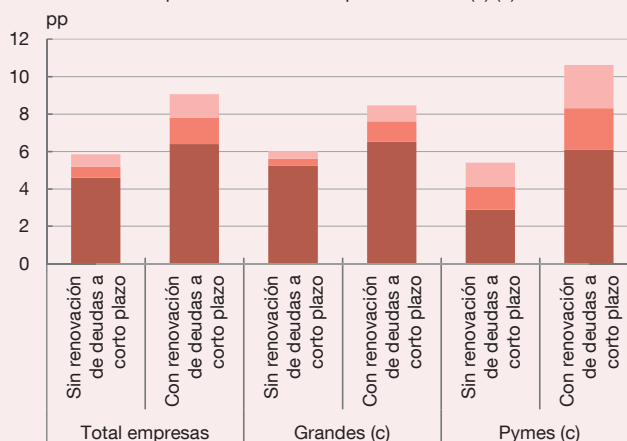


Gráfico 3  
Aumento estimado del peso de la deuda de las empresas con presión financiera elevada por la subida de los tipos de interés (b) (d)



■ +200 pb    ■ +300 pb    ■ +400 pb

FUENTE: Banco de España.

- a La carga financiera se define como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros). Para este cálculo se excluyen las empresas con gastos financieros nulos.
- b En el caso sin renovación de la deuda a corto plazo, la subida de los tipos de interés se traslada completamente al tipo de interés de las deudas y de los créditos a largo plazo y tipo flexible. Además, se supone una traslación del 15% para los depósitos a la vista y del 76% para los depósitos a plazo hasta un año. El caso con renovación de la deuda a corto plazo se diferencia del anterior en que el aumento de los tipos de interés se traslada, también, a las deudas y créditos a corto plazo.
- c Definición de tamaños de acuerdo con la Recomendación 2003/361/CE.
- d Se define como empresa con presión financiera elevada aquella cuya ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor de 1.

<sup>6</sup> La proporción de deudas y préstamos concedidos a largo plazo y tipo variable se ha aproximado, para cada empresa, con los datos de la Central de Información de Riesgos del Banco de España.

## Recuadro 3

**UNA APROXIMACIÓN AL POSIBLE IMPACTO DEL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS (cont.)**

medida en que, bajo este supuesto, no se tiene en cuenta que las empresas podrían tener que refinanciar una parte de sus deudas que vencen a corto plazo a un coste más elevado, los resultados presentados proporcionarían una cota inferior del impacto que se pretende estimar.

- *Con renovación de la deuda a corto plazo:* se asume que tanto las deudas como los créditos concedidos a corto plazo se renuevan, en su totalidad, al vencimiento. Por lo tanto, en este caso sí se trasladan a estas partidas las subidas de los tipos de interés de mercado. En la medida en que las empresas tienden a refinanciar una parte destacada de la financiación que vence a corto plazo, este escenario sería algo más realista que el presentado anteriormente. No obstante, dado que las empresas no tendrían por qué refinanciar la totalidad de dicha financiación, los resultados presentados bajo este escenario representarían una cota superior del impacto que se busca estimar.

En el gráfico 1 se presenta el impacto del aumento de los tipos de interés sobre la mediana de la ratio de la carga financiera de las empresas con deuda. Como el incremento del euríbor a 12 meses desde principios de año se sitúa entre los 200 pb y los 300 pb, los impactos estimados en el gráfico para estas dos perturbaciones proporcionan un rango aproximado del aumento que el repunte de los tipos de interés que ya se ha observado hasta ahora causaría a corto plazo en la mediana de la ratio de la carga financiera de las empresas. Si no se considera la refinanciación de las deudas y de los créditos a corto plazo, ese aumento se situaría entre los 1,9 pp y los 2,6 pp. En cambio, si se asume una refinanciación total de esas partidas, el incremento de la ratio mediana de la carga financiera se situaría entre los 4,1 pp y los 5,6 pp. Por otra parte, bajo el supuesto de que los tipos de interés de mercado llegaran a aumentar en 400 pb, el incremento de la ratio de la carga financiera sería de 3 pp sin refinanciación y de 7,1 pp con refinanciación total.

Para contextualizar todos estos impactos, es importante tener en cuenta que la ratio mediana de la carga financiera de las compañías con deuda se situaba, antes del repunte en los tipos de interés, en el 11,6%. El detalle por tamaño de empresa muestra que, cuando se considera la renovación de las deudas y de los créditos a corto plazo, el efecto sería mayor en las empresas grandes que en las pymes, en línea con su mayor endeudamiento.

El gráfico 2 muestra que el impacto de estas perturbaciones sobre la proporción del empleo que se encontraría en empresas con una presión financiera elevada sería relativamente moderado. En particular, si se considera la refinanciación de las deudas y de los créditos a corto plazo, dicho peso, que en la situación de partida ascendía a 9,1%, podría aumentar entre 1,1 pp y 1,6 pp si los incrementos de los tipos de interés fueran de 200 pb y de 300 pb, respectivamente. En cambio, bajo el supuesto de un aumento de 400 pb en los tipos de interés, el impacto sería de algo más de 2 pp. En todos estos casos, el peso del empleo en empresas vulnerables crecería más entre las pymes, debido a que su rentabilidad antes de intereses es más reducida que la de las empresas grandes y, por tanto, tendrían menos margen para hacer frente a un repunte de los gastos financieros.

El gráfico 3 evidencia que el impacto del repunte de los tipos de interés en términos de la proporción de la deuda acumulada por las empresas vulnerables sería sustancialmente más acusado<sup>7</sup>. Así, el peso de la deuda de estas empresas en el total de la deuda corporativa, que en la situación de partida se situaba en un 14,1%, se elevaría en 6,4 pp, 7,8 pp y 9,1 pp ante incrementos de los tipos de interés de 200 pb, 300 pb y 400 pb, respectivamente, suponiendo una renovación total de las deudas y créditos a corto plazo. Por tamaños, al igual que en el caso del empleo, estos incrementos tienden a ser mayores en las pymes en comparación con las empresas grandes, especialmente cuando se consideran aumentos de mayor intensidad en los tipos de interés.

7 Nótese que los efectos ilustrados en este gráfico presentan una no linealidad muy marcada. En particular, el impacto asociado al aumento de 200 pb en los tipos de interés es sustancialmente más elevado que el que se obtiene con la subida adicional de otros 200 pb. Esto se debe a que el incremento inicial de 200 pb hace que algunas empresas muy grandes (y, por tanto, con un volumen elevado de deuda) pasen a superar el umbral que determina la situación de presión financiera elevada, lo que se traduce en un salto del indicador, que se mide en términos de la deuda de las empresas. La subida de otros 200 pb adicionales, en cambio, produce un incremento más moderado del indicador, ya que entre las empresas que pasarían a estar en situación de vulnerabilidad no se encuentran compañías tan grandes.

## Recuadro 4

**LA TRASLACIÓN DEL INCREMENTO DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL A LA INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO Y DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**

Lucía López, Susana Párraga y Daniel Santabárbara

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 30 de septiembre

En los últimos trimestres, las tensiones en los mercados mayoristas de gas natural —que se han intensificado tras la invasión rusa de Ucrania— han condicionado sensiblemente el devenir tanto de la economía española como de la del conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Estas tensiones se han visto reflejadas, especialmente, en una extraordinaria escalada de los precios mayoristas del gas, que se han duplicado desde enero de 2022 y multiplicado por nueve desde principios de 2021 (véase gráfico 1). En este contexto, el objetivo de este recuadro es ofrecer una primera estimación del impacto —tanto directo como indirecto— que este encarecimiento del gas habría tenido sobre la evolución reciente de la inflación en España y en la UEM.

En términos generales, los incrementos del precio mayorista del gas natural pueden trasladarse a los precios de consumo a través de efectos directos e indirectos. Los efectos directos se derivan del aumento de los precios que los consumidores afrontan en su consumo de gas en el hogar. Dichos efectos pueden aproximarse a partir de la evolución de la rúbrica de gas en el índice armonizado de precios de consumo (IAPC). El peso de esta rúbrica dentro del IAPC asciende al 2 % para el conjunto de la UEM y se sitúa en el 1,4 % para la economía española (véase gráfico 2).

Por su parte, los efectos indirectos son los asociados al encarecimiento de aquellos productos que utilizan el gas natural en sus procesos productivos o cuyo precio está muy influido por el de esta materia prima<sup>1</sup>. En este sentido, cabe destacar que el precio mayorista del gas natural influye muy especialmente en la determinación de los precios mayoristas de la electricidad, debido a que la tecnología marginal de producción de electricidad suele

emplear gas natural<sup>2</sup>. Estos precios mayoristas acaban trasladándose también al precio final de la electricidad que afrontan las empresas y los consumidores, con una intensidad que varía en función de la regulación y de los tipos de contratos en el mercado minorista de la electricidad en cada país<sup>3</sup>.

Al objeto de cuantificar los efectos directos e indirectos del aumento reciente del precio mayorista del gas natural sobre la inflación en España y en la UEM, se estima, para cada región, un modelo econométrico que incluye tres variables: una medida de la inflación de los precios de consumo —ya sea el IAPC general o las rúbricas del gas natural y de la electricidad dentro del IAPC—, el precio mayorista del gas natural y del precio del petróleo<sup>4</sup>.

Cuando el modelo se estima utilizando el IAPC general como medida de inflación (lo que permite aproximar el efecto «total» de un encarecimiento del gas sobre los precios de consumo), los resultados apuntan a que un incremento permanente del precio de esta materia prima del 10 % estaría asociado con un aumento máximo de la tasa de inflación en la UEM de 0,19 puntos porcentuales (pp) tras diecinueve meses —de 0,16 pp tras dos años — (véase gráfico 3). Por su parte, en la economía española los efectos son similares, aunque algo menos persistentes, y la inflación se elevaría en un máximo de 0,20 pp catorce meses después de que se materializara la perturbación y en 0,13 pp tras dos años.

En contraste con el ejercicio anterior, es posible estimar el mismo modelo econométrico, pero usando como medida de inflación la rúbrica del gas natural del IAPC en lugar del índice general. De esta forma, puede aproximarse el efecto «directo» que un encarecimiento del gas provoca sobre

1 Véase V. Gunnella, V. Jarvis, R. Morris y M. Tóth (2022), recuadro 4, «Natural gas dependence and risks to euro area activity», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco Central Europeo.

2 El mecanismo marginalista de fijación de precios de la Unión Europea (UE) implica que la tecnología más cara necesaria para satisfacer la demanda en un período concreto determina, directa o indirectamente, el precio de mercado. Véase M. Pacce, I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021), *El papel del coste de los derechos de emisión de CO<sub>2</sub> y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.

3 La magnitud de los efectos indirectos depende también de la evolución de los márgenes empresariales ante el aumento del coste de los insumos energéticos.

4 En particular, se estima un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) utilizando una muestra que abarca desde julio de 2004 hasta mayo de 2022, con las variables expresadas en términos de variaciones interanuales. El precio del gas natural corresponde al del mercado TTF, mercado mayorista holandés, cuyo precio se ha convertido en la referencia a nivel europeo, mientras que el precio del petróleo es el del barril de *Brent*. Ambos precios medidos en euros. Se incluye el precio del *Brent* para tener en cuenta en las estimaciones la relación histórica entre los precios del gas natural y los del petróleo, muy relevante en las primeras etapas del mercado europeo de gas natural. Véase L. López, F. Odendahl y S. Párraga, *The pass-through to inflation of oil and natural gas price shocks* (de próxima publicación).



## Recuadro 4

**LA TRASLACIÓN DEL INCREMENTO DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL A LA INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO Y DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)**

los precios de consumo. Los resultados de este ejercicio alternativo sugieren que este efecto directo explicaría un 21 % y un 5 % de los efectos totales identificados, al cabo de un año, para la UEM y para la economía española, respectivamente. El menor efecto observado en España

estaría asociado tanto al menor peso del gas natural en el gasto de los hogares como a la existencia de una tarifa regulada del gas natural<sup>5</sup> desde 2008, por la que los precios minoristas del gas son fijados por el Gobierno con una frecuencia trimestral.

Gráfico 1  
Evolución de los precios del gas natural (a)

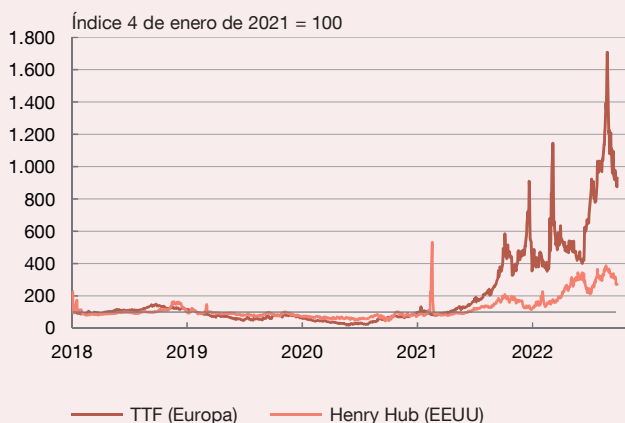


Gráfico 2  
Peso del gas natural en el IAPC (2021)

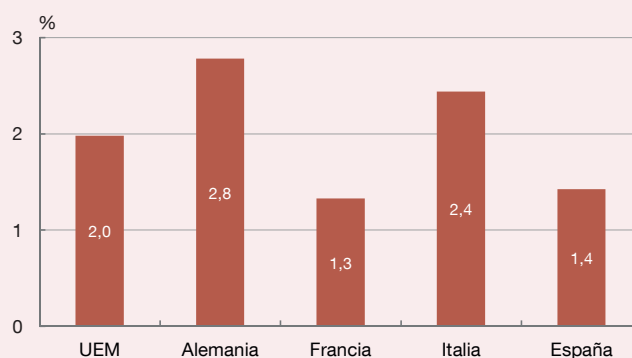
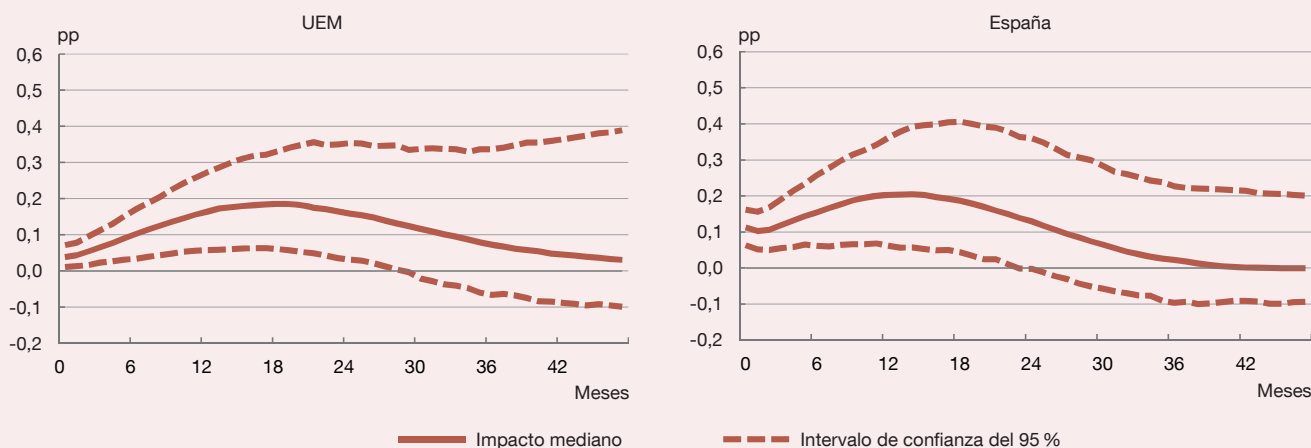


Gráfico 3  
Efecto en la inflación del IAPC de un incremento permanente del 10 % del precio del gas natural (b)



FUENTES: Refinitiv, Eurostat y elaboración propia.

- a Los precios al contado de ambos mercados están expresados en euros para su comparabilidad.
- b Funciones impulso-respuesta a un incremento de precios permanente del 10 % del gas natural estimadas a través de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) que incorporan las variaciones interanuales del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) (general, electricidad y productos derivados del gas en el gráfico 4), del precio del gas natural en Europa y del petróleo, expresados en euros. Para el cálculo de las contribuciones se utilizan los pesos en el IAPC correspondientes a 2022.

5 Véase F. Kuik, J. F. Adolfsen, E. M. Lis y A. Meyler (2022), «Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic - from commodity prices to consumer prices», *Boletín Económico*, 4/2022, Banco Central Europeo. De acuerdo con este análisis, la regulación de los precios en los mercados minoristas del gas en España es más estricta que en otros países de la UEM.

## Recuadro 4

**LA TRASLACIÓN DEL INCREMENTO DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL A LA INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO Y DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)**

En un tercer ejercicio, el modelo econométrico presentado en este recuadro puede estimarse utilizando como medida de inflación la rúbrica de la electricidad del IAPC. Con este enfoque, es posible aproximar la magnitud del efecto «indirecto» que un aumento del precio mayorista del gas genera sobre los precios de consumo a través de su impacto directo sobre los precios minoristas de la electricidad. En este sentido, el gráfico 4 muestra que este canal explicaría un 17 % y un 23 % de los efectos

totales identificados, al cabo de un año, en la UEM y en la economía española, respectivamente. La existencia de una tarifa regulada para el precio minorista de la electricidad en España, en la que, a diferencia de la mayoría de los países de la UEM, los precios horarios del coste de la energía de la factura se vinculan al precio horario del mercado mayorista (el denominado «precio voluntario para el pequeño consumidor» —PVPC—, en vigor desde 2014), explicaría este mayor efecto

Gráfico 4

Contribuciones al efecto en la inflación del IAPC de un incremento permanente del 10 % del precio del gas natural (b)

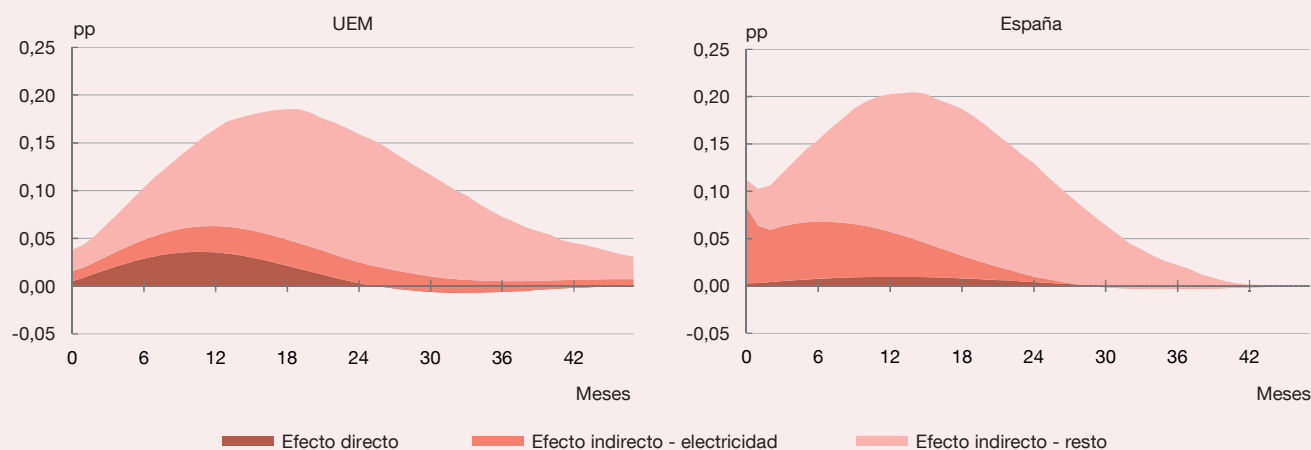
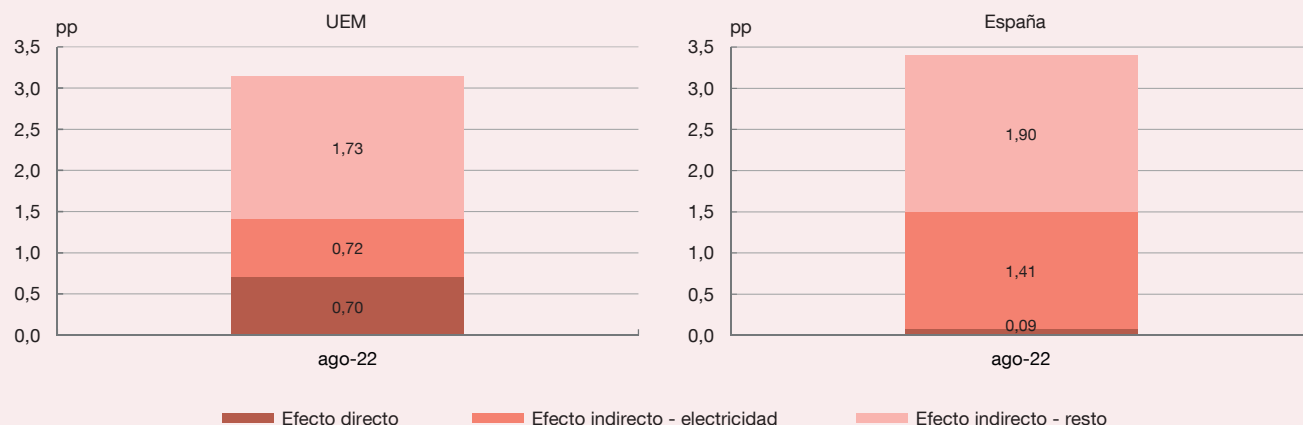


Gráfico 5

Efecto en la inflación del IAPC del incremento de los precios del gas natural observados desde enero de 2021



FUENTES: Refinitiv, Eurostat y elaboración propia.

b Funciones impulso-respuesta a un incremento de precios permanente del 10 % del gas natural estimadas a través de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) que incorporan las variaciones interanuales del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) (general, electricidad y productos derivados del gas en el gráfico 4), del precio del gas natural en Europa y del petróleo, expresados en euros. Para el cálculo de las contribuciones se utilizan los pesos en el IAPC correspondientes a 2022.

## Recuadro 4

**LA TRASLACIÓN DEL INCREMENTO DE LOS PRECIOS DEL GAS NATURAL A LA INFLACIÓN DEL ÁREA DEL EURO Y DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)**

observado en el primer año y también su menor persistencia.

Combinando los resultados de los tres ejercicios anteriores, el gráfico 4 pone de manifiesto la importancia cuantitativa de los efectos indirectos que se derivan de un encarecimiento del gas en los mercados mayoristas sobre los precios de consumo en la UEM y en España. En particular, cabe destacar que dichos efectos indirectos cobran una especial importancia una vez que han transcurrido seis meses desde que se produce la perturbación en los precios del gas, y que estos efectos son relativamente persistentes, especialmente en el caso de la UEM.

Las estimaciones anteriores se han realizado sobre la base de un incremento permanente en el precio del gas del 10 %. Si se tiene en cuenta el aumento en el precio mayorista del gas que realmente se ha producido desde enero de 2021, los ejercicios presentados en este recuadro apuntarían a que dicho encarecimiento habría supuesto en torno a 3,1 pp y a 3,4 pp de la inflación total observada en agosto de 2022 en la UEM —del 9,1 %— y en España —del 10,5 %—, respectivamente (véase gráfico 5).

Para finalizar, es importante tener en cuenta que las estimaciones presentadas en este recuadro se basan en las relaciones que las distintas variables analizadas han

venido manteniendo a lo largo del período muestral, que comienza en 2004. No obstante, algunos aspectos específicos de la coyuntura actual podrían provocar que los efectos de un encarecimiento del gas sobre la inflación tuvieran, en estos momentos, una intensidad diferente de la estimada según las relaciones históricas observadas. Por un lado, los efectos durante el actual episodio inflacionista podrían ser inferiores a los estimados, debido a que en algunas jurisdicciones, como la española, se han introducido medidas fiscales muy significativas (en términos históricos) para limitar el alza de los precios de consumo y/o se han modificado ciertos aspectos regulatorios clave para reducir la vinculación entre los precios del gas y los de la electricidad<sup>6</sup>. Por otro lado, los efectos podrían ser mayores que los estimados, debido a posibles no linealidades derivadas de la magnitud y la persistencia del actual repunte de los precios del gas, sin precedentes en la historia reciente. Al mismo tiempo, las estimaciones presentadas se basan en el supuesto extremo de que el aumento en el precio del gas es permanente. Por tanto, en la medida en que parte de dicho aumento revierta en el futuro, los efectos sobre la inflación a medio y largo plazo serían inferiores. Por todo ello, es aconsejable interpretar con la debida cautela las estimaciones presentadas en este trabajo, que no representan una previsión en el futuro de la evolución de los precios del gas natural o de la inflación.

6 Destaca el mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar el precio de la electricidad en la Península Ibérica.

## Recuadro 5

**UN ANÁLISIS PRELIMINAR DE LA SENSIBILIDAD DEL CONSUMO DE ENERGÍA EN ESPAÑA AL AUMENTO DE SU PRECIO**

Aitor Lacuesta, David López Rodríguez y María de los Llanos Matea

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 27 de septiembre

La literatura académica sugiere que la demanda de energía, en comparación con la de otros bienes y servicios, es poco sensible en el corto plazo a la evolución de su precio. Así, por ejemplo, Labandeira *et al.* (2016)<sup>1</sup> apuntan a que la elasticidad precio de la demanda de diésel y de gasolina en el corto plazo en España se encontraría entre el  $-0,20$  y el  $-0,25$ , mientras que en un horizonte temporal más dilatado —a partir de doce meses— esta se situaría entre el  $-0,7$  y el  $-0,9$ . Por su parte, la elasticidad de la demanda eléctrica total a su precio se situaría alrededor del  $-0,2$  en el corto plazo y se elevaría hasta el  $-0,7$  en un horizonte de entre 12 y 24 meses.

A la luz de los fuertes incrementos que se han venido produciendo desde principios de 2021 en los precios de la energía, este recuadro analiza en qué medida el comportamiento reciente del consumo de carburantes —gasolina y gasóleo— y de electricidad en España se ha ajustado a los patrones que sugerirían las elasticidades históricas estimadas en la literatura.

Comenzando con los carburantes, el gráfico 1.1 muestra el extraordinario crecimiento que han experimentado los precios de la gasolina y del gasóleo desde principios de 2021. A pesar de este marcado encarecimiento, el consumo de estos productos en los últimos trimestres no solo no ha descendido, sino que se ha incrementado, en particular en el caso de las gasolinas —segmento en el que se concentra el consumo residencial— (véase gráfico 1.2)<sup>2</sup>.

Esta dinámica reciente ha podido verse muy afectada por los efectos de la pandemia sobre la movilidad, que descendió muy significativamente en 2020 y ha venido recuperándose gradualmente desde entonces. En consecuencia, resulta más apropiado comparar los niveles mensuales de consumo durante el primer semestre de 2022 con los observados en el mismo período de

2019. Esta comparación sugiere que la demanda de carburantes en nuestro país habría mostrado recientemente —sin tener en cuenta otros aspectos que también podrían influir en el consumo de estos productos— una elasticidad precio menor que la estimada históricamente por la literatura académica. Así, aunque en el promedio del primer semestre de 2022 los precios de la gasolina y del gasóleo se situaron un 30,9% y un 33,5% por encima, respectivamente, de los niveles registrados durante el mismo período en 2019, el consumo de gasolina en el primer semestre de 2022 fue un 6,7% superior al observado en 2019 mientras que el consumo de gasóleo se redujo un 6,5%. Sin embargo, utilizando una elasticidad de corto plazo del  $-0,25$ , la caída en el consumo de estos productos como consecuencia del aumento de los precios debería haberse situado en el entorno del 8%<sup>3</sup>.

En el caso de la electricidad, las dinámicas de su precio y consumo desde el año pasado también apuntan a una menor sensibilidad precio de su demanda que la estimada históricamente. Así, mientras que el precio medio de la electricidad para empresas y hogares —aproximado a partir de datos de la Agencia Tributaria— ha aumentado muy sensiblemente desde principios de 2021, aun teniendo en cuenta las distintas medidas desplegadas por las autoridades (véase gráfico 2.1), el consumo de electricidad apenas se ha reducido (véase gráfico 2.2).

En particular, durante el primer semestre de 2022, en comparación con el mismo período de 2019, el consumo de electricidad solo habría sido un 3,7% menor que el que sugiere un modelo que estima el consumo de este *input* a partir de un amplio abanico de factores, distintos del precio, que son fundamentales para entender el comportamiento de su demanda —entre otros, la temperatura, los días festivos y la estacionalidad habitual asociada a cada mes, semana y día<sup>4</sup>—.

1 Véanse las estimaciones de las elasticidades precio de la demanda de distintos bienes energéticos en España en X. Labandeira, J. M. Labeaga y X. López (2016), «Un metaanálisis sobre la elasticidad precio de la demanda de energía en España y la Unión Europea», *Papeles de Energía*, n.º 2, diciembre, Funcas, pp. 65-93.

2 Los datos de consumo de carburantes corresponden a la serie publicada por la Agencia Tributaria, que contiene información hasta junio de 2022 para el territorio fiscal común y que excluye el consumo de los territorios forales, Canarias, Ceuta y Melilla.

3 Las causas que explican el comportamiento diferencial del consumo agregado de gasolinas y de gasóleo observado a partir del segundo trimestre de 2021 son múltiples y de identificación cuantitativa compleja. A estos desarrollos podrían haber contribuido, por ejemplo, algunos cambios en la composición de la flota de vehículos en nuestro país, que habrían incrementado el peso relativo de los de gasolina frente a los de gasóleo.

4 Para más detalles sobre este modelo, véase O. Bover, N. Fabra, S. García-Urbe, A. Lacuesta y R. Ramos (2020), *Firms and households during the pandemic: what do we learn from their electricity consumption?*, Documentos Ocasionales, n.º 2031, Banco de España.

## Recuadro 5

**UN ANÁLISIS PRELIMINAR DE LA SENSIBILIDAD DEL CONSUMO DE ENERGÍA EN ESPAÑA AL AUMENTO DE SU PRECIO (cont.)**

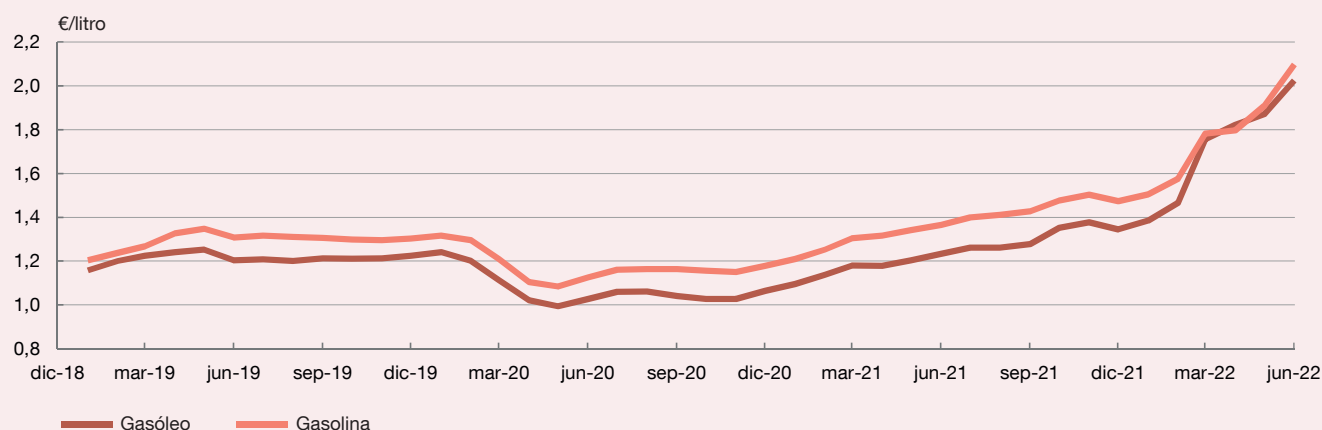
El hecho de que el consumo de electricidad, al igual que el de los carburantes, se haya reducido durante el período de análisis en menor cuantía que lo que apuntarían las elasticidades precio estimadas por la literatura —por ejemplo, con una elasticidad del  $-0,2$ , el consumo eléctrico debería haber caído un  $6,7\%$  en el corto plazo— podría venir explicado por diversos factores. Entre ellos, quizás, la expectativa por parte de los agentes —hogares y empresas— de que los cambios observados en los

precios serían temporales, el hecho de que haya habido algunas medidas compensatorias por el lado de las rentas para los colectivos más vulnerables, o la disponibilidad de una importante bolsa de ahorro acumulada durante la fase de mayor incidencia de la pandemia. En el caso de la electricidad, también podrían haber ayudado a mantener los niveles de consumo una mayor optimización del gasto en función de la tarificación horaria o la mayor demanda de electricidad en el hogar como consecuencia del

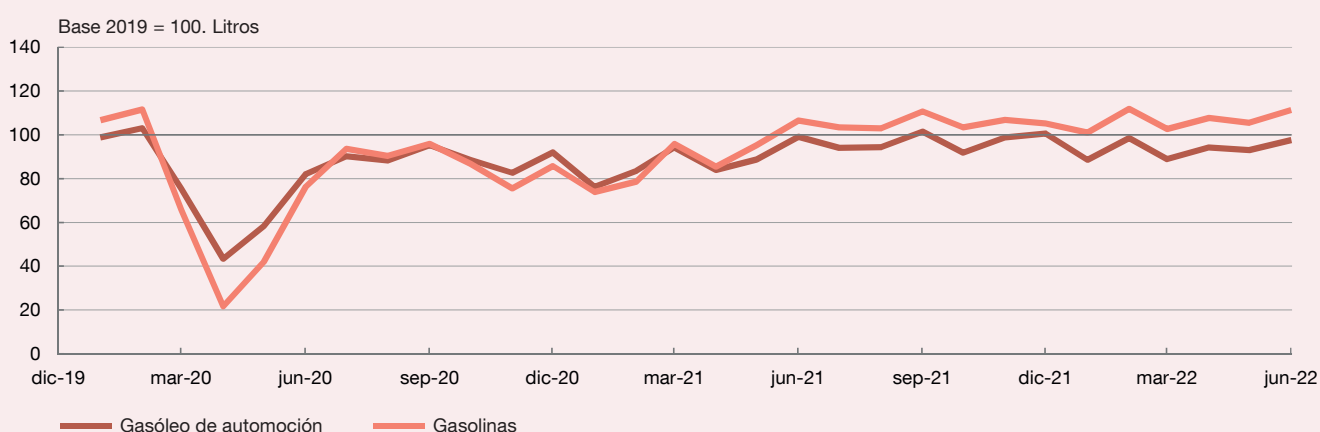
Gráfico 1

Las subidas del precio de los carburantes no han derivado en caídas de su consumo, especialmente en gasolinas

1 Precio mensual medio de venta al público de carburantes desde enero de 2019 hasta junio de 2022 (a)



2 Cambios en los consumos mensuales de carburantes respecto a 2019 (b)



**FUENTES:** Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, y Agencia Tributaria.

**a** Precios antes de la bonificación de 20 céntimos por litro aplicada desde el 1 de abril de 2022.

**b** Cambio interanual del consumo relativo al correspondiente mes del año base 2019.

## Recuadro 5

**UN ANÁLISIS PRELIMINAR DE LA SENSIBILIDAD DEL CONSUMO DE ENERGÍA EN ESPAÑA AL AUMENTO DE SU PRECIO (cont.)**

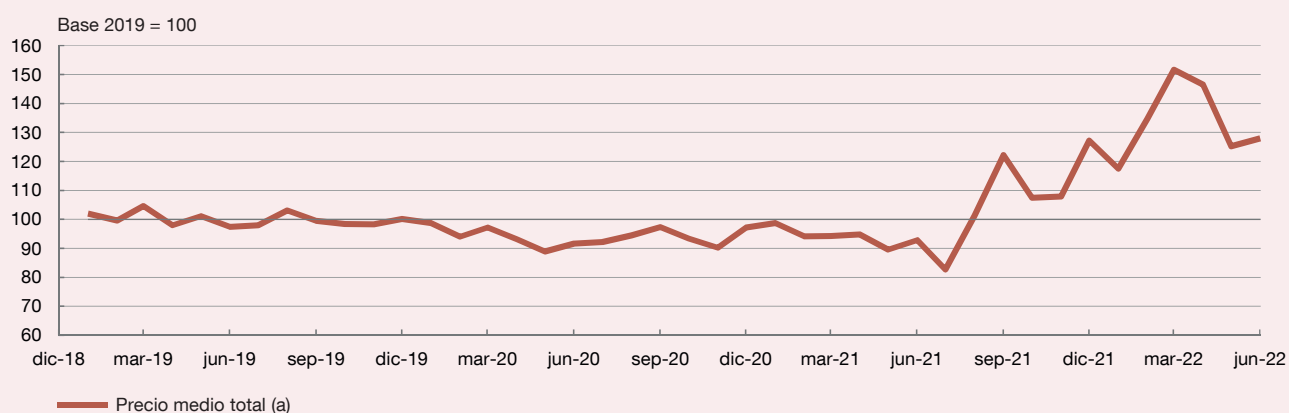
aumento del teletrabajo. En todo caso, es importante señalar que aún es pronto para valorar con precisión la relevancia cuantitativa de cualquiera de estos factores e, incluso, para concluir que ha habido un cambio

verdaderamente estructural en cuanto a la sensibilidad precio de la demanda de energía en España. En este sentido, la evidencia presentada en este recuadro debe valorarse con la debida cautela.

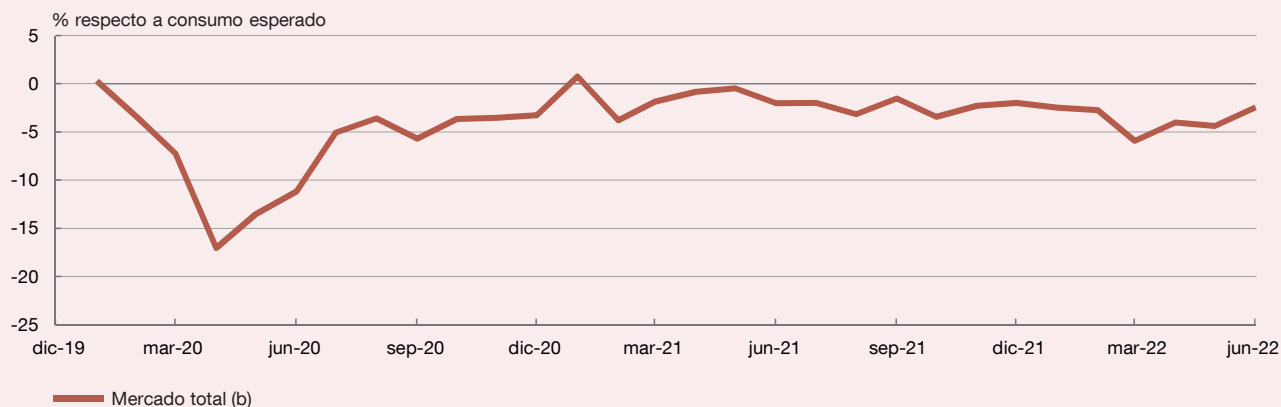
Gráfico 2

Las subidas del precio de la electricidad han reducido el consumo de manera moderada

1 Cambios en los precios medios de la electricidad para empresas y hogares desde enero de 2019 hasta junio de 2022



2 Cambios en el consumo de electricidad de empresas y hogares



FUENTE: Banco de España a partir de información de la Agencia Tributaria, de Red Eléctrica Española.

- a El precio medio para el conjunto de los consumidores (sector residencial y no residencial) se aproxima a partir de la información de la Agencia Tributaria relativa a la base imponible del impuesto sobre la electricidad que pagan el conjunto de los consumidores y a la información sobre la evolución del consumo total de electricidad. La ratio entre las dos series aproxima un precio medio total de la electricidad antes de impuestos. La medida de precio final sobre el consumo se computa a partir de este precio medio antes de impuestos sobre el que se aplica en cada mes la cuantía que supone el impuesto especial sobre la electricidad y el IVA. En el gráfico se ilustra el precio de un mes con respecto al promedio de los precios entre enero de 2019 y diciembre de 2019 normalizado a 100.
- b REE ofrece datos del resultado de la programación horaria del P48 (I3DIA02) de comercializadores último recurso, de comercializadores de mercado libre y que compran directamente en el mercado mayorista. El consumo total es la suma de estos tres consumos.

## Recuadro 6

**UN ANÁLISIS DEL CONTENIDO DE LAS CLÁUSULAS DE SALVAGUARDA FIRMADAS RECIENTEMENTE**

Mario Izquierdo y José Luis Herrera

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 28 de septiembre

Los convenios colectivos en España incluyen, en ocasiones, cláusulas de salvaguarda frente a la inflación. Estas cláusulas contemplan revisiones de los salarios si la inflación al final del año (o del período de vigencia del convenio) supera el incremento salarial pactado inicialmente y, por tanto, tratan de compensar a los trabajadores, total o parcialmente, cuando se producen «sorpresas inflacionistas».

La información referida a los convenios colectivos registrados en nuestro país hasta agosto muestra que la incidencia de las cláusulas de salvaguarda en estos acuerdos ha aumentado en relación con la observada a lo largo de los últimos años. En particular, hasta agosto el 25 % de los trabajadores con convenio ya firmado para 2022 estarían afectados por dichas cláusulas<sup>1</sup>, porcentaje superior al 16,6 % observado en el promedio entre 2014 y 2021, aunque significativamente por debajo del registrado a principios de los años 2000 (véase gráfico 1). Asimismo, la información parcial disponible para 2023 apunta a un aumento adicional de esta incidencia: hasta algo más del 45 % de los trabajadores con convenio ya firmado para dicho ejercicio.

A la luz de la creciente relevancia de las cláusulas de salvaguarda, este recuadro ofrece un análisis pormenorizado de las características de aquellas cláusulas que se han incluido en los convenios colectivos con vigencia en 2022 registrados hasta agosto. Para ello se utilizan técnicas de *web scraping*, que permiten extraer información detallada, y de forma individual, para todos los convenios colectivos disponibles en el [Registro y Depósito de Convenios Colectivos, Acuerdos Colectivos de Trabajo y Planes de Igualdad](#)<sup>2</sup>.

Este análisis debe entenderse como un primer intento de profundizar en la naturaleza concreta de las cláusulas de salvaguarda que se firman en nuestro país y de valorar sus posibles implicaciones, en particular sobre la evolución futura de los salarios. En este sentido, son cuatro las cuestiones principales que se intentan responder: qué medida de inflación suele tomarse como referencia en las cláusulas, cuál es su horizonte

temporal, cuán retroactivo es el ajuste que implican y qué grado de cobertura proporcionan ante una sorpresa inflacionista.

En relación con la primera cuestión, el análisis desarrollado no ha identificado ningún convenio que utilice como referencia de la evolución de los precios la inflación subyacente o alguna otra medida de inflación que descuenta la evolución del componente energético de los precios. Esto es particularmente relevante en la coyuntura actual, en la que las dinámicas de los precios y, en particular, los índices de inflación general se encuentran muy distorsionados por el fuerte repunte y la volatilidad que han mostrado los precios de la energía recientemente, la mayor parte de los cuales son productos que la economía española importa. En este sentido, en el contexto actual, las medidas más generales de inflación no estarían ofreciendo una visión completamente ajustada de las verdaderas presiones inflacionistas subyacentes y/o internas en nuestro país.

En cuanto a la segunda cuestión, una revisión individualizada de todas las cláusulas de salvaguarda firmadas en los convenios colectivos con vigencia en 2022 que se han registrado hasta agosto pone de manifiesto que algo más del 60 % de los trabajadores cubiertos por estas cláusulas tienen una referencia anual. Esto es, una eventual revisión salarial se determinaría a partir de la inflación al final del año<sup>3</sup>. En cambio, un 20 % de los trabajadores afectados por estas cláusulas se enfrentan a una referencia plurianual. En este caso, las posibles revisiones salariales se determinarían a partir del comportamiento de la inflación a lo largo del período de vigencia del convenio. En principio, en un contexto en el que las elevadas tasas de inflación actuales podrían desacelerarse de forma apreciable durante los próximos años, estas cláusulas plurianuales contribuirían a mitigar el impacto de la inflación sobre los costes salariales en el corto plazo.

En relación con la tercera cuestión, la información disponible sugiere que algo más de la mitad de los trabajadores con convenio vigente en 2022 estarían afectados por cláusulas de salvaguarda sin efectos retroactivos, lo que prolongaría la

- 1 Este porcentaje es algo inferior al observado a principios de 2022, cuando la incidencia de las cláusulas de salvaguarda se acercó al 30 % de los trabajadores con convenio registrado para el presente año. En este sentido, el descenso que se ha observado en este porcentaje en los últimos meses apuntaría a que, en el período más reciente, los convenios de nueva firma estarían incorporando este tipo de cláusulas en menor proporción.
- 2 Esta información cubre en torno al 85 % de los trabajadores afectados por los convenios colectivos incluidos en la estadística oficial publicada por el Ministerio de Trabajo y Economía Social.
- 3 La referencia de inflación utilizada en los convenios suele ser la tasa interanual al final de cada año, aunque en algunos casos también se emplean las tasas interanuales medias del conjunto del ejercicio.

## Recuadro 6

**UN ANÁLISIS DEL CONTENIDO DE LAS CLÁUSULAS DE SALVAGUARDA FIRMADAS RECIENTEMENTE (cont.)**

tendencia alcista que se ha observado en dicho porcentaje desde 2009, cuando se situaba en el 20%. Para este colectivo de trabajadores, una eventual activación de las cláusulas no implicaría ajustes salariales asociados a los años pasados, sino que únicamente conllevaría una actualización de las tarifas salariales para el año siguiente.

Por último, se observa que, para el 75 % de los trabajadores con convenios vigentes en 2022 que incorporan una cláusula de salvaguarda, dicha cláusula contempla determinados topes o umbrales. La presencia de estos elementos puede condicionar muy sensiblemente la intensidad con la que eventuales sorpresas inflacionistas pueden acabar trasladándose a los salarios. Es decir, no necesariamente la revisión salarial que se acuerda en las cláusulas supone una traslación plena a los salarios de las diferencias que se producen entre la inflación observada y el incremento salarial inicialmente pactado (esto es, de la sorpresa inflacionista), sino que esta

traslación es, en la mayor parte de los casos, parcial.

En este sentido, la evidencia histórica apunta a que el grado de cobertura que las cláusulas de salvaguarda han venido proporcionando ante distintas sorpresas inflacionistas a lo largo de los últimos años se ha reducido notablemente. Así, por ejemplo, entre 1994 y 2011<sup>4</sup> la desviación media de la inflación con respecto al incremento salarial pactado fue de 1,1 puntos porcentuales (pp)<sup>5</sup>. Según las estadísticas disponibles, la revisión salarial media inducida por las cláusulas de salvaguarda en este período fue de unos 0,56 pp. Teniendo en cuenta que la incidencia de las cláusulas de salvaguarda entonces era del 60,1 %, su grado de cobertura implícito<sup>6</sup> durante este período habría alcanzado el 85 % (véase gráfico 2). En cambio, en el promedio del período 2012-2016 y, especialmente, en 2021 se estima que el grado de cobertura proporcionado por las cláusulas habría sido inferior —del 41 % y del 33 %, respectivamente—.

Gráfico 1  
Incidencia de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación (a)

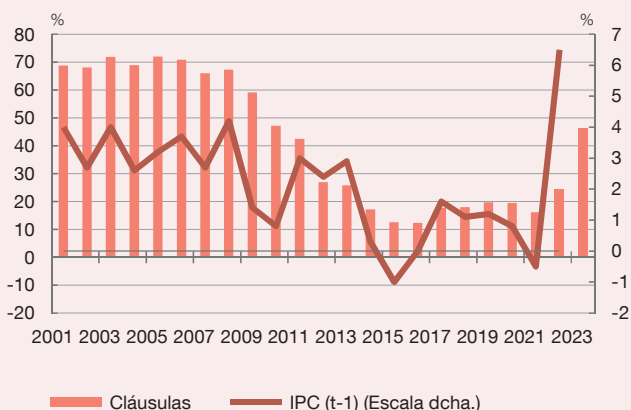
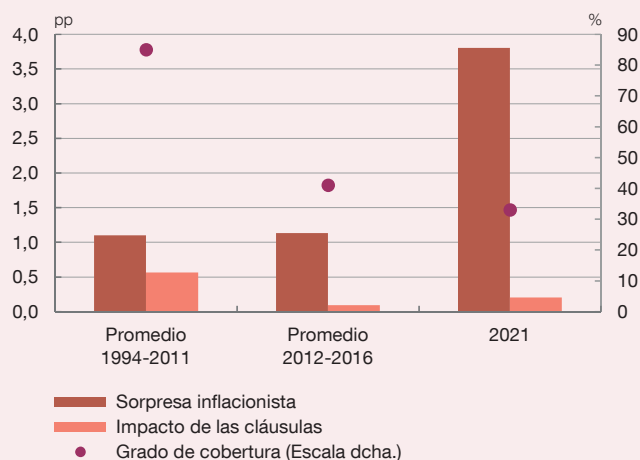


Gráfico 2  
Impacto de las cláusulas de salvaguarda



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social e información individual de los convenios colectivos disponible en <https://expinterweb.mites.gob.es/regcon/>.

a La estadística de convenios colectivos de trabajo ofrece información sobre la incidencia de las cláusulas de salvaguarda hasta 2022. El dato de 2023 es de elaboración propia, a partir de la lectura de los convenios registrados hasta agosto de 2022 con vigencia en 2023.

4 Para realizar este ejercicio se consideran únicamente años en los que la sorpresa inflacionista fue positiva, debido a que las cláusulas de salvaguarda presentan un carácter asimétrico y no implican un ajuste a la baja sobre los salarios cuando la sorpresa inflacionista es negativa, esto es, cuando la inflación se sitúa por debajo del incremento salarial inicialmente pactado.

5 Esta desviación se calcula como la inflación observada al final del año menos el incremento salarial pactado en los convenios colectivos que incluyeron algún tipo de cláusula de salvaguarda en su negociación. Este cálculo está sujeto a diversos errores de medida, por lo que los resultados deben interpretarse con cautela.

6 Para un determinado período, este grado de cobertura puede aproximarse como la ratio entre la revisión salarial que finalmente tuvo lugar y el resultado de multiplicar la sorpresa inflacionista observada por el grado de incidencia de las cláusulas de salvaguarda en la negociación colectiva.



## Recuadro 6

**UN ANÁLISIS DEL CONTENIDO DE LAS CLÁUSULAS DE SALVAGUARDA FIRMADAS RECIENTEMENTE** (cont.)

Como ya se ha señalado, el propósito de este recuadro es tratar de avanzar en el conocimiento de las principales características que definen las cláusulas de salvaguarda que habitualmente se incluyen en los convenios colectivos registrados en nuestro país. Si bien este ejercicio puede resultar informativo en cuanto a las implicaciones que dichas cláusulas —que han ganado relevancia en los convenios con vigencia en 2022, frente a los registrados

en años anteriores— podrían tener en términos de la evolución futura de los salarios, es importante interpretar con cautela los resultados preliminares presentados en este trabajo. Entre otros factores, porque la propia naturaleza de las cláusulas de salvaguarda que se firmen en el futuro no tendría por qué seguir los mismos patrones históricos —o incluso los más recientes— que se han identificado en este análisis.