

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA (2023-2025)**

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)

Esta sección describe los principales rasgos 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 crecimiento del PIB de nuestro país —que en 2022 alcanzó el 5,8 % en términos reales— se situará en el 2,3 %, el 1,8 % y el 2 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente (véase cuadro 1)¹. Por el lado de los precios, la inflación general —que en el promedio de 2022 fue del 8,3 %— descenderá hasta el 3,6 % en 2023 y experimentará un cierto repunte, hasta el 4,3 %, en 2024, antes de reducirse hasta el 1,8 % en 2025. Por su parte, el componente subyacente de los precios crecerá un 4,1 % este año —tres décimas más que en 2022— y se desacelerará hasta el 2,3 % y el 1,7 % en los dos años siguientes.

Actividad

En el segundo trimestre del año, el aumento del PIB de la economía española fue algo inferior al previsto por el Banco de España en junio. En concreto, según los datos de avance publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el crecimiento intertrimestral del producto se moderó en 0,1 puntos porcentuales (pp), hasta el 0,4 %, tasa inferior en dos décimas a la prevista por el Banco de España en junio². El crecimiento del PIB en ese período se sustentó en la demanda nacional, cuya aportación ascendió a 1,9 pp, tras las contribuciones negativas de los dos trimestres previos. Dentro de ese agregado, los avances fueron especialmente intensos en el caso del consumo y de la inversión en construcción no residencial. En cambio, la demanda exterior neta detrajo 1,4 pp al crecimiento, como consecuencia de una abultada contracción de las exportaciones, que se concentró en los componentes de bienes y de servicios no turísticos, y que fue más acusada que la experimentada por las importaciones.

1 Las proyecciones actuales incorporan la nueva información conocida desde que se publicaran las anteriores —el pasado 19 de junio— hasta el 8 de septiembre, fecha de cierre de la recogida de datos en este ejercicio. La nueva información incluye, en particular, la estimación de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del segundo trimestre de 2023 —que supuso, además, revisiones significativas de los datos de los trimestres anteriores—, las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales del primer trimestre del año y la información coyuntural de más alta frecuencia conocida desde la fecha de cierre de las proyecciones anteriores. Además, se han considerado los cambios observados hasta el 8 de septiembre en los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para la proyección de los distintos agregados macroeconómicos (véase cuadro 2). La excepción son los supuestos referidos a la evolución de los mercados de exportación, que proceden de las [proyecciones macroeconómicas del Banco Central Europeo \(BCE\) para el área del euro de septiembre](#), cuya fecha de cierre fue el pasado 22 de agosto. Por otro lado, el 18 de septiembre —un día antes de la publicación de las presentes proyecciones—, el INE dio a conocer una revisión de las series de la Contabilidad Nacional Anual (CNA). Esta información no ha sido incorporada en las proyecciones, al no estar disponible con anterioridad a la fecha de cierre de estas. En todo caso, de cara al actual ejercicio de proyecciones, no habría sido posible una utilización coherente de esos datos, ya que los procedimientos metodológicos empleados por el Banco de España en la formulación de sus proyecciones descansan sobre la utilización de series de frecuencia trimestral, y las series de esta naturaleza congruentes con los nuevos datos anuales no estarán disponibles hasta el 22 de septiembre. De todas maneras, el crecimiento del PIB del 5,8 % en 2022 referido en el texto se corresponde con la cifra de la CNA revisada, frente al 5,5 % que señalaba la serie anterior.

2 “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2023.

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)			
	2022 (c)	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Septiembre de 2023	5,5	2,3	1,8	2,0	8,3	3,6	4,3	1,8	3,8	4,1	2,3	1,7	12,9	12,0	11,5	11,3
Junio de 2023	5,5	2,3	2,2	2,1	8,3	3,2	3,6	1,8	3,8	4,1	2,1	1,7	12,9	12,2	11,5	11,3

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2023.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 8 de septiembre de 2023.

b Media anual.

c La nueva cifra de crecimiento del PIB del año 2022 se situaría en el 5,8 %, en lugar del 5,5 % que figura en el cuadro, tras la revisión de las series de la CNA de los años 2020-2022, publicada por el INE con posterioridad al cierre de las proyecciones (el 18 de septiembre).

Cuadro 2

Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

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

	2022	Proyecciones de septiembre de 2023			Diferencia entre las previsiones actuales y las de junio de 2023 (b)		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mercados de exportación de España (c)	8,0	0,3	2,6	2,8	-0,5	-0,5	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	103,7	83,8	83,5	78,8	5,8	10,9	8,4
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,05	1,08	1,08	1,08	0,00	-0,01	-0,01
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	112,1	115,7	115,7	115,7	0,3	0,1	0,1
Tipo de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	0,3	3,4	3,6	3,0	0,0	0,2	0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	2,2	3,5	3,7	3,8	0,0	0,1	0,0

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 22 de agosto para los mercados de exportación de España y 8 de septiembre para el resto de las variables. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.

b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.

c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro*, de septiembre de 2023.

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.

Junto con la publicación de los datos preliminares para el segundo trimestre de 2023, el INE también revisó el ajuste estacional de las series históricas de la CNTR. Ello ha dado lugar a una revisión a la baja del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2022 y a ligeras revisiones al alza en los cuatro trimestres siguientes. Como resultado conjunto de la revisión histórica de los datos y del avance del PIB en el segundo trimestre, el nivel de partida de la actividad en el actual ejercicio de proyecciones es algo más favorable de lo que se anticipaba en junio. En concreto, toda esta nueva información comporta un efecto arrastre positivo de una décima sobre el crecimiento del PIB en el año en curso.

Durante los meses de verano, el endurecimiento de las condiciones financieras habría seguido suponiendo un lastre para el crecimiento. Aunque la desaceleración en el endurecimiento de la política monetaria global ha continuado en los últimos meses, los mercados financieros internacionales han pasado a estimar, en consonancia con la persistencia de considerables presiones inflacionistas subyacentes y con los mensajes trasladados por los principales bancos centrales mundiales, que los tipos de interés se mantendrán relativamente elevados por un período más prolongado de lo que se anticipaba unos meses atrás. Ello habría contribuido a un repunte de los tipos de interés a largo plazo durante el trimestre en curso. En paralelo, en la economía española han seguido incrementándose el coste del servicio de los saldos vivos de la deuda contraída en el pasado a tipos de interés variable y el coste de refinanciación de los saldos vencidos, lo que estaría presionando crecientemente las rentas de los agentes endeudados. Además, ha continuado aumentando en los últimos meses el coste de la nueva financiación bancaria, aspecto que, junto con el nuevo endurecimiento de los criterios de concesión de crédito, habría incidido negativamente en el volumen de nuevos préstamos captados por las empresas y por los hogares para adquisición de vivienda³.

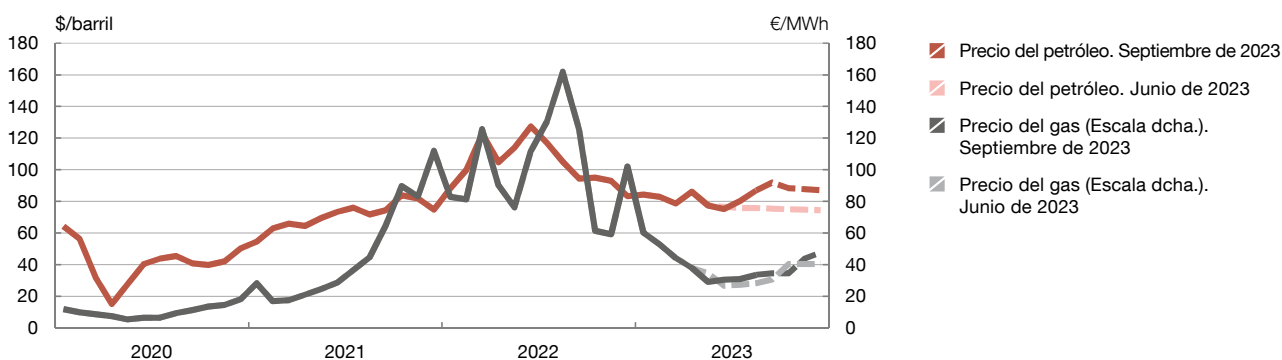
Además, en el período estival se han observado un empeoramiento del contexto económico exterior y un repunte de los precios de la energía. En efecto, de acuerdo con los indicadores más recientes disponibles, la actividad económica mundial se habría venido desacelerando a lo largo de los últimos meses, una ralentización que sería particularmente evidente en China y en el área del euro —por áreas geográficas—, y en el sector manufacturero —por ramas de actividad—. Por otra parte, como consecuencia de la materialización de distintos *shocks* de oferta negativos a escala internacional, los precios del petróleo y del gas natural han repuntado recientemente por encima de lo esperado hace unos meses, incrementos que también han sido evidentes en la economía española (véase gráfico 1).

En este contexto, el dinamismo de la actividad económica española habría experimentado una cierta moderación en el tercer trimestre del año. En esta dirección apuntan, en particular, la evolución de la afiliación a la Seguridad Social, cuyo ritmo de crecimiento en julio y agosto fue algo inferior al del segundo trimestre, y los resultados de la última edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), que apuntan a un debilitamiento de la

3 Por el contrario, los créditos destinados al consumo han mostrado un cierto vigor recientemente. Esto podría suponer un indicio de las crecientes dificultades a las que algunos grupos de hogares se estarían enfrentando para llevar a cabo sus decisiones de compra de bienes y servicios con cargo a sus rentas corrientes y a su ahorro acumulado.

Gráfico 1

1.a Evolución de los precios de la energía



FUENTES: Mercado Ibérico del Gas y Reuters.

facturación empresarial en este período (Fernández Cerezo e Izquierdo, 2023). Además, los índices de gestores de compras PMI muestran que la creciente debilidad de la industria ha venido acompañada, en el tramo final del trimestre, por la aparición de señales de una pérdida de vigor también en las ramas de servicios —que, no obstante, siguen mostrando un dinamismo comparativamente más elevado que la de las manufacturas, especialmente en lo que respecta a las actividades vinculadas con el ocio y el turismo—. En conjunto, con las cautelas que se desprenden del carácter incompleto de la información disponible, se estima que el crecimiento intertrimestral del PIB español en el tercer trimestre podría situarse en el entorno del 0,3 %.

De cara a los próximos trimestres, cabe esperar que la actividad continúe presentando un dinamismo relativamente contenido, condicionada por los efectos de distintos factores que operan en sentidos contrapuestos y con un diferente perfil temporal. Entre dichos factores destacan los siguientes:

- La continuación del proceso de **traslación del tensionamiento de la política monetaria** al coste de las nuevas operaciones de crédito y a la carga financiera de los agentes endeudados, que aún incidirá negativamente sobre el ritmo de avance del PIB durante buena parte del horizonte de proyección.
- La debilidad del **contexto exterior**, que también restará vigor a la actividad económica de nuestro país en el tramo final de este año. No obstante, las exportaciones españolas de bienes se verían favorecidas a partir de 2024 por la recuperación prevista de los mercados exteriores y por las ganancias de competitividad frente al resto del área del euro que se derivan de la mayor contención reciente de los costes laborales en nuestro país. En cuanto al **turismo extranjero**, este ha presentado una contribución muy positiva al crecimiento del PIB en los últimos trimestres. Previsiblemente, también lo seguirá haciendo en el trimestre en curso y a corto plazo. No obstante, con una perspectiva temporal más amplia, cabe esperar que, toda vez que las exportaciones turísticas ya han recuperado sus niveles

previos a la pandemia, la magnitud de su contribución al crecimiento del PIB sea cada vez más reducida.

- Las **políticas públicas adoptadas en respuesta a la crisis energética** y al repunte de la inflación, que seguirán actuando como un soporte de la actividad en lo que resta del año. No obstante, una eventual retirada de estas medidas al término de 2023 —de acuerdo con los plazos anunciados— contribuiría negativamente al avance del producto de la economía española durante el resto del horizonte de proyección —especialmente, en 2024—.
- En sentido contrario, otros factores, como la paulatina **disminución de las presiones inflacionistas**, la **recuperación gradual de la confianza** de los agentes, la **resiliencia del mercado laboral** y la intensificación prevista en el **despliegue de los proyectos acogidos al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia** aportarían un vigor creciente a la economía española en el período 2024-2025.

Tomando todos estos factores en consideración, se prevé que, en términos de las tasas medias anuales, el crecimiento del PIB se moderará sustancialmente este año y presentará un perfil relativamente plano en el bienio posterior. En 2023, el PIB avanzará un 2,3 %, 3,5 pp menos que en 2022. Como en el segundo trimestre, la demanda interna se mantendrá, en lo que resta de año, como el principal motor del crecimiento, aunque en el conjunto del ejercicio las aportaciones del sector exterior y de la demanda nacional al avance del producto serán similares (véanse cuadro 3 y gráfico 2). En el bienio posterior, el PIB crecerá en torno al 2 %. Este avance descansará, fundamentalmente, en el consumo privado y, en menor medida, en la formación bruta de capital fijo. Por su parte, el sector exterior pasará a presentar una contribución al crecimiento prácticamente nula tanto en 2024 como en 2025. En el mercado de trabajo, el empleo mantendrá un dinamismo elevado este año (con un crecimiento del 2,6 % en términos del número de personas empleadas), para desacelerarse en los dos años posteriores, en línea con lo previsto para la actividad, si bien la productividad aparente del trabajo experimentará una cierta recuperación. El número de horas trabajadas por persona se mantendrá al final del horizonte de proyección por debajo de su nivel de 2019, como reflejo de la tendencia históricamente decreciente de esta variable. La continuación del proceso de creación de empleo explica el proyectado descenso de la tasa de paro, que se situaría en el entorno del 11 % en el promedio de 2025, en un contexto de crecimiento sostenido de la población activa, que se beneficia del incremento poblacional asociado a los flujos migratorios.

En comparación con las proyecciones anteriores, el crecimiento del PIB en 2023 se mantiene inalterado, si bien se revisa a la baja el avance del producto en 2024 y en 2025. La ausencia de revisiones en la tasa de crecimiento que se espera para este año es consecuencia de la confluencia de diversos factores que operan en direcciones opuestas (véase gráfico 3.a). Por un lado, como se ha mencionado, las series más recientes de la CNTR conllevan una revisión al alza de la tasa media anual de avance del PIB en 2023 de 0,1 pp. Por otro lado, sin embargo, el crecimiento estimado para la segunda mitad de este año es ahora algo menor que el que se

Cuadro 3

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

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

	2022	Proyecciones de septiembre de 2023			Proyecciones de junio de 2023		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
PIB	5,5	2,3	1,8	2,0	2,3	2,2	2,1
Consumo privado	4,4	0,7	2,2	2,0	0,2	3,3	2,0
Consumo público	-0,7	1,4	0,8	1,4	0,6	0,8	1,3
Formación bruta de capital fijo	4,6	3,1	3,4	2,4	1,7	4,1	2,8
Exportación de bienes y servicios	14,4	4,0	2,2	3,0	7,1	2,2	3,0
Importación de bienes y servicios	7,9	1,5	3,2	3,0	3,2	4,0	3,1
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,1	1,2	2,1	1,9	0,6	2,8	2,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	2,4	1,1	-0,3	0,1	1,7	-0,6	0,1
PIB nominal	10,0	7,6	5,1	3,8	6,8	5,4	4,1
Deflactor del PIB	4,3	5,2	3,3	1,7	4,4	3,2	2,0
IAPC	8,3	3,6	4,3	1,8	3,2	3,6	1,8
IAPC sin energía ni alimentos	3,8	4,1	2,3	1,7	4,1	2,1	1,7
Empleo (horas)	4,1	1,3	1,5	1,3	1,7	1,8	1,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,9	12,0	11,5	11,3	12,2	11,5	11,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,5	5,0	4,1	3,3	4,8	3,9	3,5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,8	-3,7	-3,4	-4,1	-3,8	-3,4	-4,0
Deuda de las AAPP (% del PIB)	113,2	108,8	106,9	107,9	109,7	107,4	108,0

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

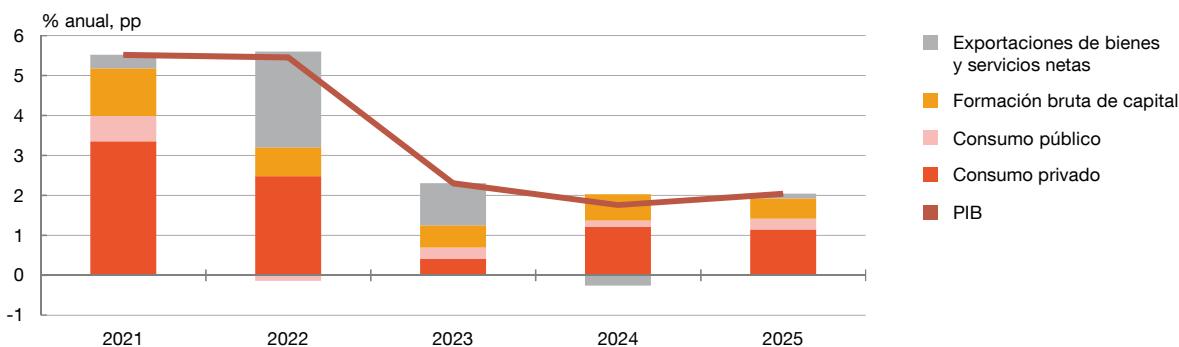
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2023.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 8 de septiembre de 2023.

b Los datos para el año 2022 no incorporan la revisión de la Contabilidad Nacional Anual de los años 2020-2022 que hizo pública el INE con posterioridad al cierre de las proyecciones (el 18 de septiembre).

Gráfico 2

2.a Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes (a)

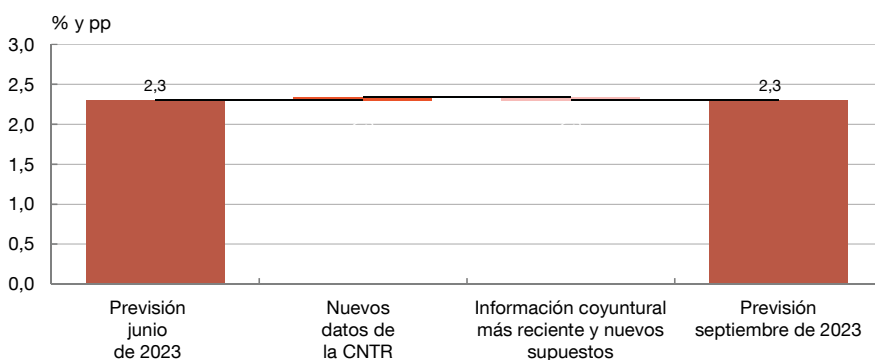


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

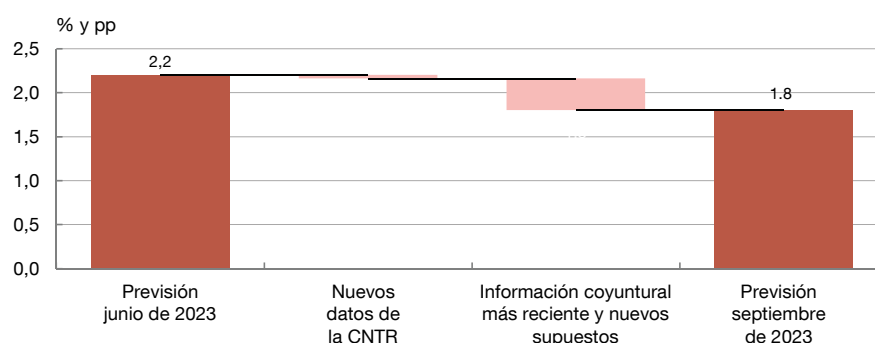
a Tras la revisión de las series de Contabilidad Nacional Anual de los años 2020-2022 publicadas por el INE con posterioridad al cierre de las proyecciones (el 18 de septiembre), las cifras de crecimiento del PIB y de sus componentes de los años 2021 y 2022 se han modificado y difieren de las que aparecen en el gráfico.

Gráfico 3

3.a Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2023



3.b Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2024

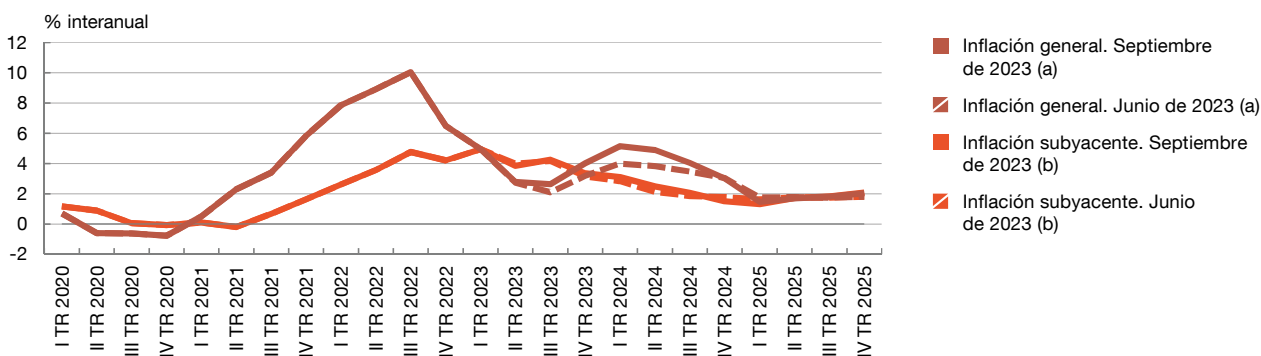


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

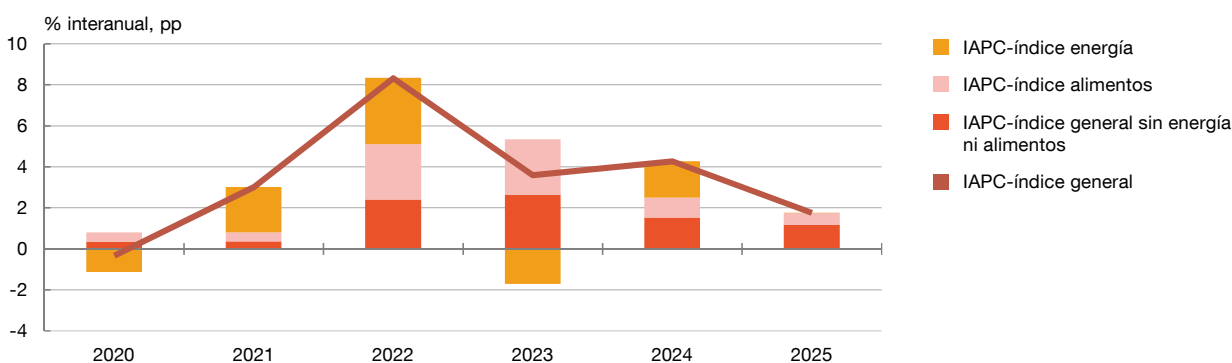
anticipaba en junio, como resultado de la información coyuntural más reciente y de los nuevos supuestos técnicos sobre los que se asientan las proyecciones. En particular, estos últimos comportan mayores precios de la energía, mayores tipos de interés y un comportamiento de los mercados de exportación menos favorable para el avance de la actividad (véanse cuadro 2 y anejo 1). Por su parte, el ritmo de avance del PIB en 2024 se reduce en 0,4 pp con respecto al proyectado en junio. La mayor parte de esta revisión —algo más de tres décimas— se debe al peor desempeño previsto ahora para la actividad durante el segundo semestre de 2023 —que tiene un efecto arrastre negativo sobre el crecimiento promedio en 2024— y al cambio en los supuestos técnicos, especialmente en lo relativo al encarecimiento de la energía, pero también, en menor medida, al deterioro del contexto exterior y al mayor tensionamiento de las condiciones financieras. El resto de la revisión —algo menos de una décima— es consecuencia del efecto arrastre negativo sobre el avance del producto en 2024 que se deriva de un crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2023 menor que el que se contemplaba en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio (véase gráfico 3.b). Por último, la revisión a la baja en la tasa de crecimiento del PIB prevista para 2025, relativamente menor, resulta, fundamentalmente, del efecto arrastre negativo sobre dicha tasa que implica el menor dinamismo de la actividad que ahora se espera durante 2024.

Gráfico 4

4.a Evolución de la inflación general y subyacente



4.b Contribuciones al crecimiento del IAPC por componentes



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

Precios y costes

La inflación general ha repuntado ligeramente a lo largo del verano. En concreto, la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en agosto en el 2,4%, tras haber alcanzado en junio el 1,6%, su nivel más bajo desde abril de 2021 (véase gráfico 4.a). Por componentes, este repunte refleja una moderación en el ritmo de caída interanual de los precios energéticos, debida al reciente encarecimiento del crudo en los mercados internacionales y a los efectos base derivados de los descensos de precios que los productos energéticos registraron en el tercer trimestre de 2022.

En el caso de los precios de los alimentos, la senda de desaceleración iniciada a finales del primer trimestre de 2023 se ha prolongado en los meses más recientes. La **ralentización de estos precios ha sido relativamente generalizada**. No obstante, algunos productos —como el aceite de oliva y determinadas frutas y hortalizas— han sufrido presiones inflacionistas adicionales en los últimos meses debido a la materialización de condiciones meteorológicas adversas.

De modo análogo, la inflación subyacente se ha moderado en la parte transcurrida de 2023. No obstante, esta senda de desaceleración ha tendido a frenarse en los meses de verano. En particular, la inflación subyacente repuntó en julio y agosto con respecto a las tasas registradas durante la primavera. En parte, este incremento reflejó algunos factores técnicos de naturaleza transitoria⁴. Pero también fue consecuencia del relativo dinamismo mostrado por los precios de las rúbricas de los servicios de ocio, restauración y turismo, ramas de actividad cuya demanda evidenció una considerable fortaleza durante la temporada estival.

A corto plazo, la senda de la inflación general estará gobernada por el comportamiento del componente energético. En el promedio del tercer trimestre de 2023, se prevé que el IAPC energético caiga a una tasa cercana al 20 % interanual. Pero el encarecimiento reciente de las correspondientes materias primas (especialmente por lo que respecta al petróleo), unido a los efectos base derivados de las caídas que los precios de esos productos presentaron a finales de 2022, hará que la tasa de variación interanual de este componente pase a estar próxima al 0 % en el cuarto trimestre. Adicionalmente, el supuesto realizado en estas proyecciones de que las principales medidas desplegadas por las autoridades para mitigar los efectos de la crisis energética expirarán a finales de 2023 contribuirá a que el incremento del ritmo de variación de los precios energéticos se prolongue en los primeros trimestres de 2024, hasta alcanzar tasas cercanas al 25 % en la primavera. Dada la trayectoria de las cotizaciones de la energía en los mercados de futuros, la inflación asociada a este componente de la cesta de consumo comenzará a moderarse en el tramo final de 2024 y pasará a ser prácticamente nula al final del horizonte de proyección.

La inflación de los alimentos presentará un perfil descendente en los próximos trimestres. La desaceleración prevista se explica por el descenso de los costes de algunos insumos productivos, como la energía y los fertilizantes, tras los fuertes incrementos que estos registraron durante buena parte del año pasado. No obstante, la magnitud de esta moderación de los precios de los alimentos tenderá a verse limitada por el impacto negativo que la materialización de condiciones meteorológicas adversas podría suponer sobre la producción de determinados bienes agrícolas en algunas áreas geográficas y también, probablemente, por la retirada de Rusia de la Iniciativa sobre la Exportación de Cereales por el Mar Negro. En todo caso, a pesar del carácter idiosincrásico de los distintos condicionantes que están determinando el ciclo actual de los precios de los alimentos, su desaceleración reciente estaría en línea, en términos generales, con la observada históricamente tras otros episodios de encarecimiento.

Asimismo, la inflación subyacente se ralentizará a partir del tramo final de 2023 (véase gráfico 4.a). Ello reflejará el impacto gradual del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda, la mitigación de las presiones inflacionistas procedentes de la reapertura de la

⁴ En particular, la revisión anual de las ponderaciones de los distintos bienes y servicios dentro del índice, realizada a principios de año, condujo a una pérdida de peso de las partidas de vestido y calzado, lo que ha reducido el efecto de las rebajas de verano en los precios de esas rúbricas sobre el IAPC general.

economía tras la pandemia y la progresiva traslación —con un cierto retardo— de la reducción de los costes energéticos a los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios. Entre los componentes de la inflación subyacente, al igual que en el tiempo transcurrido de 2023, para los próximos trimestres se espera que la desaceleración sea más pronunciada en los bienes industriales no energéticos que en los servicios, en consonancia con la mayor fortaleza de la demanda de estos últimos (en particular, de aquellos que conllevan más interacción social) y con las diferencias que las distintas ramas productivas presentan en sus respectivas estructuras de costes. En concreto, en los bienes industriales no energéticos, los consumos intermedios —cuyos precios han pasado a descender en términos interanuales en el transcurso de este año— tienen un mayor peso relativo en los costes, mientras que en los servicios es más elevada la participación de los costes salariales —que están mostrando un cierto repunte—.

Como resultado de estos desarrollos, en términos de las tasas medias anuales, la inflación general se moderará de forma notable en 2023 —desde el 8,3 % registrado el año anterior—, repuntará en 2024 y volverá a reducirse en 2025, hasta situarse por debajo del 2 %. En particular, el incremento medio anual del IAPC se situará en el 3,6 % en 2023 y se elevará hasta el 4,3 % en 2024, como consecuencia del repunte en la contribución del componente energético, que compensará con creces la reducción prevista para ese año en las tasas de variación de los precios de los alimentos y del componente subyacente (véase gráfico 4.b). En 2025, la estabilización de los precios del IAPC energético y la prolongación de la desinflación del no energético conducirán a que el indicador general registre un avance del 1,8 %. En cuanto a la inflación subyacente, se espera que, tras un crecimiento del 4,1 % en 2023, su ritmo de variación se reduzca hasta el 2,3 % en 2024 y el 1,7 % en 2025.

Estas perspectivas en cuanto a la evolución de la inflación descansan sobre dos supuestos clave. En primer lugar, las proyecciones incorporan, en línea con la evidencia empírica disponible, la existencia de una cierta asimetría en la transmisión de las variaciones de los precios de la energía al resto de los precios de consumo, de modo que estos últimos reaccionan en mayor medida a los encarecimientos de los insumos energéticos que a sus abaratamientos. Esto contribuye a una cierta resistencia a la baja de la inflación subyacente, que se habría visto reforzada con el repunte más reciente del precio del petróleo. En segundo lugar, se asume que, en línea con los desarrollos observados hasta la fecha, no se producirán efectos de segunda vuelta significativos —vía salarios y/o márgenes empresariales— que puedan desencadenar fenómenos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas.

Las proyecciones actuales incorporan, en comparación con las anteriores, una revisión al alza de la inflación general en 2023 y 2024. En concreto, las tasas medias esperadas ahora para esos años son cuatro y siete décimas mayores que en junio, respectivamente. Para el año en curso, la mayor inflación proyectada deriva, principalmente, del repunte experimentado por los precios del petróleo durante el verano. En 2024, la revisión al alza responde, sobre todo, al encarecimiento de la energía, pero también, en menor medida, a los efectos sobre la inflación de dicho ejercicio de asumir que la reducción del IVA de los alimentos y la subvención al transporte público serán prolongadas hasta el final de 2023.

Riesgos

En un contexto en el que el grado de incertidumbre continúa siendo muy elevado, se considera que los riesgos en torno a las proyecciones están orientados a la baja en lo que respecta al crecimiento económico y se encuentran equilibrados en el caso de la inflación.

Los principales factores de riesgo sobre la senda proyectada para el PIB se derivan de una eventual evolución de la actividad económica global más desfavorable que la considerada en los supuestos que subyacen a las proyecciones —lo que, en particular, podría estar relacionado con una desaceleración más pronunciada de la economía china— y de un impacto del tensionamiento en las condiciones financieras sobre la actividad potencialmente más intenso de lo contemplado en el escenario central, lo cual a su vez implicaría una senda de inflación más baja. Además, subsiste el riesgo de que una hipotética escalada de las tensiones geopolíticas —por ejemplo, en el contexto de la guerra de Ucrania— pueda tener un impacto alcista sobre los precios de las materias primas energéticas y alimenticias, e incluso causar alguna alteración en su disponibilidad. Un escenario de esta naturaleza llevaría a un repunte de la inflación y a un deterioro de la actividad.

La cuantificación de la magnitud de los efectos de un tensionamiento de la política monetaria sobre la actividad y los precios, así como de su distribución temporal, presenta habitualmente una complejidad notable. Una de las razones para ello son los desfases, de duración incierta, con los que opera la política monetaria. En el episodio actual, las dificultades a este respecto se ven acrecentadas, adicionalmente, por el hecho de que el tensionamiento monetario ha sido, en consonancia con el fuerte repunte de la inflación, inusualmente rápido, intenso y sincronizado a escala global. En estas condiciones, resulta particularmente difícil determinar cuál es la dosis apropiada de restricción monetaria. En particular, una transmisión de la política monetaria más intensa de lo esperado conllevaría una mayor contracción de la demanda agregada y, por tanto, una senda más baja de inflación.

Un aumento de los salarios o los márgenes empresariales mayor que el anticipado implicaría una senda de inflación más elevada. Por el momento, la moderación de la inflación subyacente es modesta tanto en España como, sobre todo, en otras jurisdicciones. En tanto no se asiente de modo más inequívoco una tendencia descendente en la inflación subyacente, no puede descartarse la materialización de efectos de segunda ronda sobre los precios vía salarios y/o márgenes empresariales, especialmente en un contexto en el que la demanda de trabajo está mostrando una robustez notable. Un escenario de esta naturaleza, a escala del conjunto del área del euro, podría requerir una actuación más contundente de la política monetaria, lo cual llevaría a un endurecimiento adicional de las condiciones financieras y, en consecuencia, a un mayor debilitamiento del gasto de los agentes privados.

Existen, además, otras fuentes de incertidumbre sobre la actividad y los precios en el ámbito doméstico. En particular, subsisten dudas acerca de la capacidad del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia para dar soporte al consumo privado en los próximos trimestres y en cuanto al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa *Next Generation EU* y a su impacto sobre la actividad. Otro riesgo relevante es el que se deriva de la persistencia de un déficit público estructural y una deuda pública elevados, en un contexto de aumento de los costes de financiación y de reactivación de las reglas fiscales europeas.

Anejo 1

Supuestos que subyacen a las proyecciones

En comparación con las proyecciones de junio, los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para el actual ejercicio de previsiones son algo menos favorables para el desarrollo de la actividad. En concreto, los nuevos supuestos comportan una revisión a la baja del crecimiento de los mercados de exportación de España —especialmente en 2023 y 2024— y unos precios de la energía más elevados —tanto por lo que respecta al gas como, sobre todo, al petróleo— (véase cuadro 2). Asimismo, los tipos de interés de los mercados monetarios y de la deuda soberana que los mercados financieros esperan en los próximos años son ahora algo mayores que hace tres meses. En consonancia con ello, el coste de las nuevas operaciones crediticias anticipado a lo largo del horizonte de proyección también es ahora ligeramente mayor que en las anteriores previsiones. Por último, el tipo de cambio se encuentra más apreciado en términos efectivos nominales.

Los supuestos fiscales registran muy pocos cambios con respecto al ejercicio de proyecciones de junio. En términos de nuevas medidas, el Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, extendió hasta final de año algunas de las actuaciones adoptadas en respuesta a las consecuencias económicas y sociales derivadas de la guerra de Ucrania, con un impacto estimado en el déficit de las Administraciones Públicas de una décima de PIB. Por otra parte, los últimos datos de ejecución de ingresos y gastos en el año en curso apuntarían a un déficit en 2023 algo menor que el proyectado en junio. Además, ante la ausencia de nueva información relevante al respecto, la senda prevista de gasto financiado con los fondos europeos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) se mantiene inalterada en relación con la del anterior ejercicio de proyecciones⁵. En todo caso, la incertidumbre sobre dicha senda sigue siendo muy elevada.

En el resto de los capítulos presupuestarios, las previsiones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. Además, como en ejercicios anteriores, se continúa asumiendo una reversión parcial a lo largo del horizonte de proyección de las sorpresas al alza en la evolución de los ingresos públicos que tuvieron lugar en 2020-2021, la desaparición al inicio de 2024 de las medidas de apoyo aprobadas en el contexto de la crisis energética y la no extensión de las medidas transitorias de ingresos más allá de lo aprobado actualmente⁶.

5 En 2023, el volumen de gasto financiado con fondos MRR sería ligeramente superior al 1 % del PIB, alcanzaría su pico en 2024 (en torno al 1,3 % del PIB) y se situaría nuevamente en valores cercanos al 1 % del PIB en 2025.

6 Estas medidas son los gravámenes transitorios al sector financiero y energético, el impuesto sobre las grandes fortunas y el límite a la compensación de pérdidas en el impuesto sobre sociedades para los grupos consolidados.