

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Editorial

La economía mundial ha perdido dinamismo en el tramo final del año como consecuencia, principalmente, de los efectos adversos de la guerra en Ucrania sobre la actividad, de las elevadas tasas de inflación y de la respuesta de las políticas monetarias al fuerte y persistente repunte de los precios. En todo caso, en un contexto caracterizado por una extraordinaria incertidumbre y por la concurrencia simultánea de múltiples perturbaciones adversas, la actividad económica global habría venido mostrando, en los últimos meses, un nivel de resiliencia apreciable. A ello habrían contribuido, entre otros factores, el considerable dinamismo que han evidenciado los mercados de trabajo en muchas de las principales economías mundiales y las medidas de política fiscal desplegadas por las distintas autoridades nacionales para hacer frente a la crisis energética y al repunte de los precios.

La ralentización de la actividad económica mundial ha favorecido, en los últimos meses, un cierto debilitamiento de las presiones inflacionistas que han venido emanando de la evolución de los precios de las materias primas. En efecto, las materias primas metálicas y las alimenticias han tendido, en su mayoría, a abarataarse en los meses de otoño. Entre las energéticas, el precio del petróleo también se ha reducido en ese período. En el caso del gas, los descensos de precios en los mercados europeos fueron muy pronunciados al comienzo del otoño —con el trasfondo de unas temperaturas relativamente elevadas para esa época del año—, aunque, en las semanas más recientes, el aumento de la demanda —bajo unas condiciones meteorológicas menos favorables— ha dado lugar a un nuevo encarecimiento de este combustible y ha vuelto a poner de manifiesto la elevada volatilidad a la que está sometido su precio.

La moderación de los precios de las materias primas energéticas ha empezado a trasladarse al componente energético de los precios de consumo, si bien con una marcada heterogeneidad por países. La traslación de las fluctuaciones en los precios mayoristas de las materias primas energéticas al componente energético de los precios de consumo es, en términos generales, muy heterogénea por países. Entre otros motivos, esto es consecuencia de la distinta regulación nacional de los mercados energéticos y de las diferencias que existen en cuanto a la naturaleza y la intensidad de las medidas desplegadas recientemente por las distintas autoridades de cada país para mitigar el aumento de los precios. En este sentido, en los últimos meses el componente energético de los precios de consumo ha moderado de forma apreciable sus tasas de expansión en países como Estados Unidos y España. Esta moderación ha sido menor, en cambio, en muchas otras economías de la eurozona, donde la transmisión a los precios minoristas de la energía de las alzas que se registraron en el pasado en los precios mayoristas de los bienes energéticos —especialmente, del gas— aún no ha llegado a completarse.

A pesar de la desaceleración reciente del componente energético de los precios de consumo, la inflación subyacente aún permanece en tasas muy elevadas en las

principales economías mundiales y las señales de desaceleración de esta rúbrica son todavía muy incipientes. Además, el ritmo de avance de los precios de los alimentos ha seguido, en general, incrementándose en los últimos meses. Entre los componentes de la inflación subyacente, la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios ha mostrado, recientemente, algunas señales de estabilización en muchas economías, en parte fruto de la disolución gradual de los cuellos de botella en las cadenas productivas y logísticas globales. No obstante, es probable que la transmisión a los precios de estos productos del encarecimiento pasado de la energía y de otros consumos intermedios importados aún no se haya completado, lo que seguiría suponiendo una cierta presión alcista sobre dichos precios en el corto plazo. A estas presiones inflacionistas también contribuirían las mayores demandas salariales que se vienen apreciando recientemente a nivel internacional, si bien con una marcada heterogeneidad entre países, como reflejo, fundamentalmente, de diferencias en el grado de tensionamiento en los mercados de trabajo y en la prevalencia de los mecanismos de indexación salarial.

A la luz de estos desarrollos, los principales bancos centrales mundiales —entre ellos, el Banco Central Europeo— han reafirmado, en sus últimas reuniones —muchas de ellas celebradas a mediados de diciembre—, su intención de continuar con el proceso de endurecimiento de su política monetaria en los próximos meses. Todo ello con el objetivo de reconducir las tasas de inflación en el medio plazo hacia niveles compatibles con sus objetivos de política monetaria y de evitar un desanclaje en las expectativas de inflación a medio plazo de los agentes económicos que podría resultar en un daño muy severo y persistente sobre las perspectivas de crecimiento.

Al igual que en los últimos meses, los mercados financieros internacionales han mostrado una elevada sensibilidad a estas decisiones de política monetaria y han reaccionado, en este caso, con caídas en las cotizaciones bursátiles e incrementos en la rentabilidad exigida en los instrumentos de renta fija. En efecto, durante los últimos meses los precios de los principales activos financieros han mostrado una considerable volatilidad y han reaccionado con relativa intensidad ante cualquier desarrollo —en los indicadores de actividad y de precios o en la comunicación de los propios bancos centrales— que pudiera implicar un cambio —en una u otra dirección— en el ritmo de endurecimiento de la política monetaria de los principales bancos centrales. En términos generales, todo ello ha sido compatible con un funcionamiento relativamente ordenado de estos mercados internacionales de capitales, si bien también se han registrado algunos episodios disruptivos o de un tensionamiento significativo en determinados segmentos del mercado y geografías.

En España, el grado de dinamismo de la actividad económica en el tramo final del año habría sido similar al registrado durante el tercer trimestre. En línea con lo observado a escala global y europea, la atonía en el crecimiento económico español en el cuarto trimestre del año vendría explicada fundamentalmente por la elevada incertidumbre, el deterioro de la confianza de los agentes, las presiones inflacionistas y el endurecimiento de las condiciones financieras. En todo caso, la actividad económica agregada en nuestro país se ha visto soportada, en cierta medida, por el continuado buen comportamiento del mercado laboral y por el impulso fiscal desplegado en los últimos meses. Además, por ramas productivas, la producción industrial ha mostrado una relativa estabilidad, en parte como consecuencia

de atender la considerable cartera de pedidos pendientes que se acumuló durante las fases de mayor incidencia de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministro.

La debilidad del consumo es uno de los principales factores presentes detrás del modesto avance del PIB previsto para el cuarto trimestre. En efecto, en este trimestre, desvanecido ya gran parte del impulso sobre el consumo —especialmente, de servicios relacionados con el turismo, el ocio y la hostelería— que supuso la práctica eliminación de las restricciones sanitarias asociadas a la pandemia a lo largo de la primera mitad del año, el gasto de los hogares está mostrando una cierta debilidad. Esta estaría relacionada, entre otros factores, con la pérdida de poder de compra que para las familias está suponiendo el acusado repunte de los precios —en comparación con el de las rentas— y de los tipos de interés —fundamentalmente, para aquellos hogares con deudas a tipos de interés variables—. Además, en un contexto de retroceso en los indicadores de confianza y de elevada incertidumbre, la bolsa de ahorro acumulada durante la pandemia no estaría contribuyendo apenas a impulsar el gasto agregado de los hogares.

Desde el verano, la tasa de variación de los precios de consumo, medida por el IAPC, ha experimentado un descenso sustancial. En concreto, la inflación ha caído 4 puntos porcentuales entre julio y noviembre, una disminución que viene determinada, principalmente, por la desaceleración observada en los precios energéticos. A la caída de la tasa de inflación general también ha contribuido la ligera disminución registrada en la tasa del componente subyacente, si bien esta aún permanece en un nivel muy elevado —del 4 %—. En este sentido, en un contexto en el que las presiones inflacionistas son todavía muy generalizadas dentro de la cesta de bienes y servicios de consumo, y en el que aún no habría llegado a completarse la traslación a los precios finales de muchos productos del encarecimiento que la energía y otros consumos intermedios importados experimentaron durante buena parte de los últimos trimestres, parece probable que las tasas de inflación subyacente se mantengan por encima del 2 % durante un período prolongado.

En una coyuntura macrofinanciera y geopolítica muy incierta, las proyecciones macroeconómicas para España presentadas en el recuadro 1 de este Informe contemplan tasas de crecimiento del PIB del 4,6 % en 2022, 1,3 % en 2023, 2,7 % en 2024 y 2,1 % en 2025. En estas previsiones, la debilidad de la actividad económica aún seguiría siendo significativa en el primer trimestre de 2023, como consecuencia de los mismos factores adversos que han penalizado el avance del PIB en la segunda mitad de 2022. No obstante, a partir del segundo trimestre del año próximo el crecimiento económico recuperaría vigor de manera paulatina, a medida que, entre otros factores, mejoren las rentas reales de los agentes —como consecuencia de la disminución gradual de las presiones inflacionistas—, se recuperen los mercados exteriores y se desplieguen los proyectos de inversión vinculados con el programa *Next Generation EU*.

En el marco de este ejercicio de proyecciones, se prevé que la tasa de inflación general se desacelerará desde el 8,4 % en 2022 hasta el 4,9 % en 2023, el 3,6 % en 2024 y el 1,8 % en 2025. Esta senda se verá muy condicionada por la trayectoria que los precios energéticos puedan seguir en los próximos trimestres —lo que, a su vez, dependerá de

factores muy diversos, como la evolución de la guerra en Ucrania, el comportamiento de la temperatura en Europa durante los dos próximos inviernos y el grado de dinamismo de la economía china—, y por la duración, el diseño y la intensidad de las medidas públicas —actuales y futuras— desplegadas para mitigar el encarecimiento de la energía. Un supuesto que subyace a estas expectativas es que la transmisión de los incrementos de costes y precios observados en el último año y medio a los salarios y al resto de los precios de la economía continuará siendo moderada.

Informe

Índice

Contexto global

- 1 A nivel global, la inflación permanece en niveles elevados, aunque con signos incipientes de moderación en algunas áreas... 11
- 2 ... en parte como consecuencia de la desaceleración de los precios de las materias primas y de un cierto alivio de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro 12
- 3 El tono de la política monetaria global ha seguido endureciéndose en los últimos meses... 13
- 4 ... al tiempo que se han observado claros síntomas de una desaceleración en la actividad económica mundial 14
- 5 Entretanto, los mercados financieros, que han experimentado algunos episodios de acusada volatilidad, parecen descontar una reversión en el endurecimiento de la política monetaria global en los próximos meses más rápida de lo esperado 15

Contexto económico de la UEM

- 6 En el área del euro, las perspectivas de crecimiento han continuado deteriorándose... 16
- 7 ... mientras que las presiones inflacionistas continúan siendo elevadas 17
- 8 Los riesgos sobre las previsiones de crecimiento de la Unión Económica y Monetaria siguen estando sesgados a la baja, mientras que los riesgos sobre las previsiones de inflación permanecen orientados al alza 18
- 9 El Banco Central Europeo ha incrementado de nuevo sus tipos de interés oficiales y, sobre la base de las previsiones de inflación, prevé establecer nuevas subidas en las próximas reuniones 19

Economía española

- 10 En España, la inflación general se modera, debido fundamentalmente a la desaceleración del componente energético... 20
- 11 ... y el diferencial de inflación frente a la UEM alcanza su mínimo histórico 21
- 12 No obstante, es probable que las tasas de inflación permanezcan en niveles relativamente elevados varios trimestres... 22
- 13 ... en un contexto en el que aún no se aprecian indicios de efectos de segunda ronda significativos a través de los salarios... 23

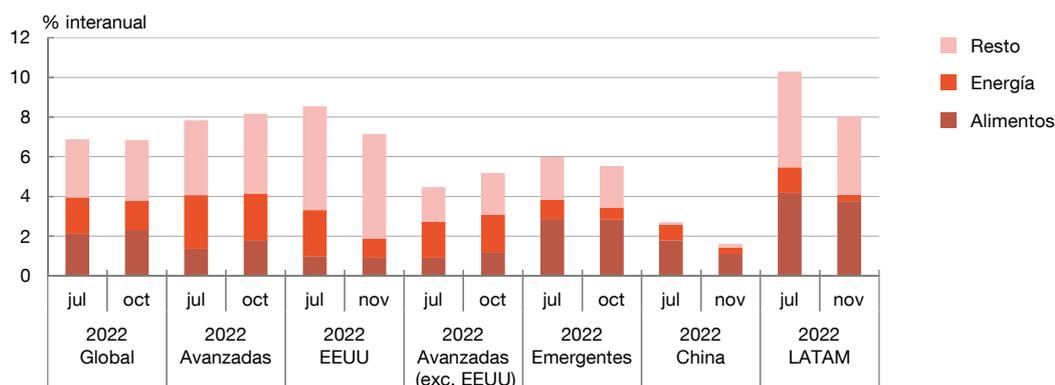
- 14 ... ni de los márgenes empresariales en términos agregados 24
- 15 En línea con lo esperado, el PIB se desaceleró de manera significativa en el tercer trimestre 25
- 16 Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre apuntan a que, en este período, la actividad habría mantenido un grado de dinamismo similar al registrado en el trimestre precedente 26
- 17 Las condiciones financieras en España han seguido endureciéndose, si bien no se ha producido, hasta la fecha, una contracción en los volúmenes de nueva financiación 27
- 18 El empleo ha mostrado una cierta estabilidad en el último trimestre del año y se ha prolongado la senda de reducción de la ratio de temporalidad 28
- 19 En los últimos meses, el dinamismo del consumo se habría visto lastrado por las presiones inflacionistas y la elevada incertidumbre... 29
- 20 ... en un contexto en el que la tasa de ahorro de los hogares ha venido reduciéndose en los últimos trimestres 30
- 21 La inversión empresarial habría perdido dinamismo en los meses más recientes, de acuerdo con los indicadores disponibles 31
- 22 La inversión en vivienda proseguiría su senda de ralentización en el cuarto trimestre, si bien los precios estarían mostrando una cierta resistencia a la baja 32
- 23 Las exportaciones netas habrían moderado su contribución negativa al avance del producto en el cuarto trimestre, compensando la ralentización en la aportación de la demanda nacional 33
- 24 Los ingresos públicos siguen mostrando un fuerte dinamismo y apuntan a que el déficit de las Administraciones Públicas en el conjunto de 2022 podría ser menor que el contemplado en el Plan Presupuestario 34
- 25 En una coyuntura extraordinariamente incierta, las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan el crecimiento del PIB al alza en el segundo semestre de 2022 y a la baja al inicio de 2023, en ambos casos en una cuantía muy pequeña 35

1 A nivel global, la inflación permanece en niveles elevados, aunque con signos incipientes de moderación en algunas áreas...

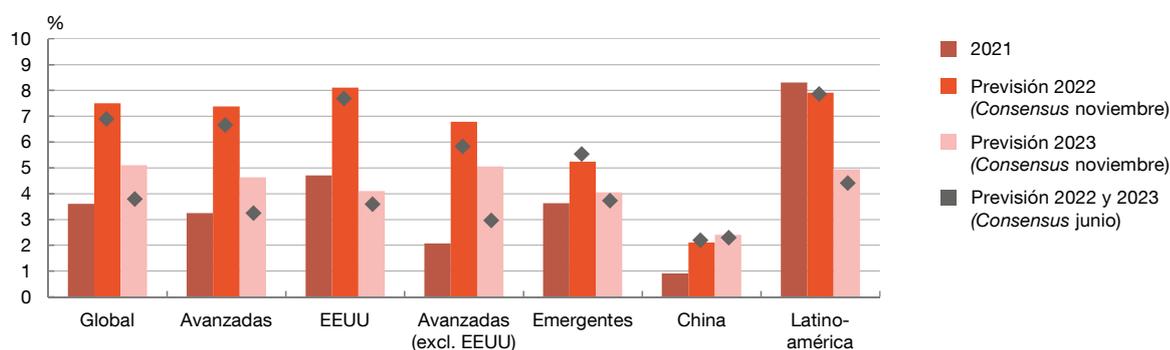
- En Estados Unidos, los precios de consumo han ralentizado su ritmo de avance interanual en los últimos meses (del 9,1 % en junio al 7,1 % en noviembre), con un ligero descenso también en la tasa de inflación subyacente (del 6,7 % al 6 %) (véase gráfico 1.a). La inflación también se ha moderado en América Latina (hasta alcanzar una tasa del 8,4 % en promedio en octubre) y en China (que registró una tasa del 1,6 % en noviembre).
- En cambio, en otras economías avanzadas distintas de Estados Unidos los signos de moderación de las presiones inflacionistas solo han sido perceptibles en las etapas más tempranas del proceso de producción (especialmente, en los precios industriales), y, en general, el ritmo de crecimiento de los precios de consumo ha continuado aumentando. Precisamente, la revisión al alza de las perspectivas de inflación en estas economías de cara a los próximos trimestres ha sido el principal factor presente detrás de los últimos aumentos en las previsiones de inflación global para 2023 (véase gráfico 1.b).

Gráfico 1

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



1.b Previsiones de inflación por zonas geográficas (b)



FUENTES: Estadísticas nacionales, Consensus Forecasts y Refinitiv.

a El agregado avanzadas incluye 13 áreas geográficas (Unión Económica y Monetaria, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, República Checa, Dinamarca, Islandia, Israel, Japón, Corea del Sur, Noruega, Suecia y Suiza), y el agregado emergentes, 13 economías de Asia, Europa del Este y Latinoamérica (China, India, Indonesia, Malasia, Tailandia, Hungría, Polonia, Rusia, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

b Previsiones de *Consensus Forecasts* (barras: noviembre; puntos: junio).

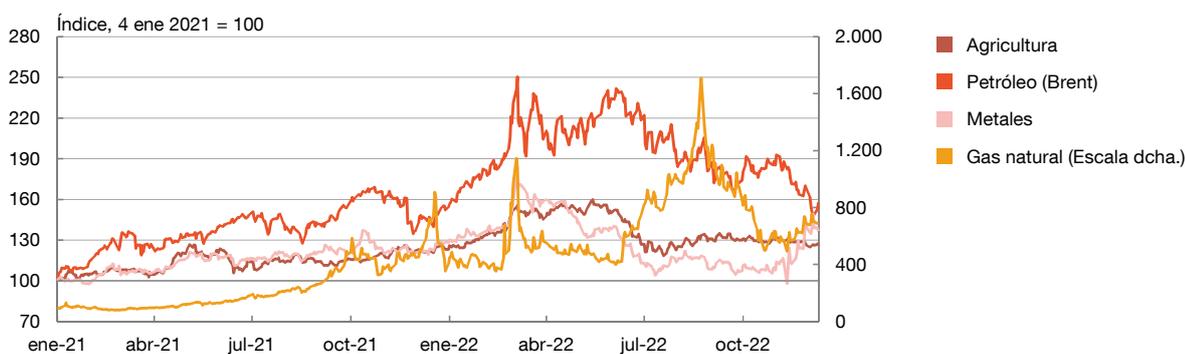


2 ... en parte como consecuencia de la desaceleración de los precios de las materias primas y de un cierto alivio de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro

- En efecto, en los últimos meses los precios de las principales materias primas energéticas (en especial, del gas y del petróleo) han disminuido de manera apreciable, mientras que los precios de los metales y de las materias primas agrícolas han permanecido relativamente estables, tras los máximos que alcanzaron durante el primer trimestre de este año (véase gráfico 2.a).
- Por su parte, el alivio de los cuellos de botella que han venido afectando a las cadenas globales de suministro prácticamente desde el estallido de la pandemia de COVID-19 también habría contribuido, recientemente, a una cierta moderación de las tensiones inflacionistas, especialmente en el caso de los bienes industriales (véase gráfico 2.b).

Gráfico 2

2.a Evolución reciente del precio de las materias primas



2.b Índice de texto de cuellos de botella de suministros. Indicadores de texto del Banco de España (a)



FUENTES: Refinitiv y Banco de España.

a El indicador de texto se construye a partir de artículos de periódicos de Estados Unidos, de China y de las principales economías de la Unión Económica y Monetaria (España, Italia, Francia y Alemania), y recoge la frecuencia con la que se mencionan, en dichos textos, problemas en las cadenas de suministro. Véase Burriel, Kataryniuk, Moreno y Viani (2022), *A new supply bottlenecks index based on newspaper data*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.

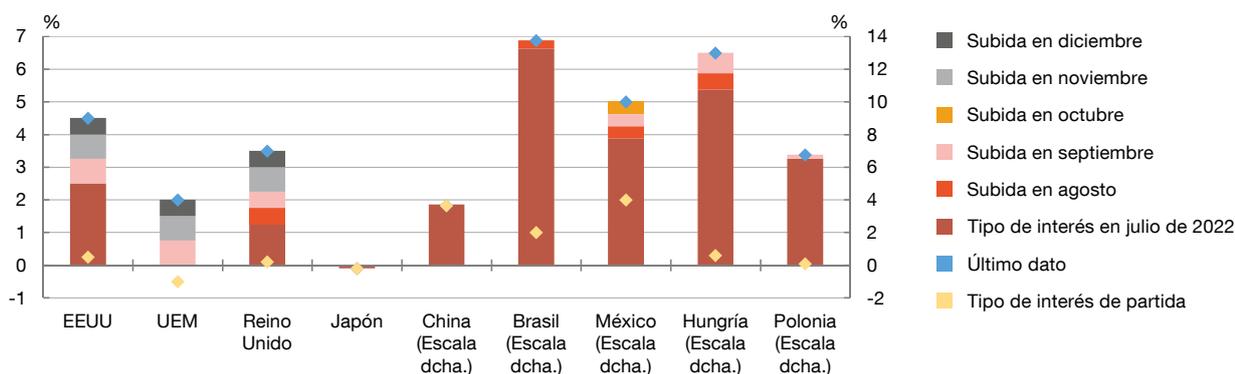


3 El tono de la política monetaria global ha seguido endureciéndose en los últimos meses...

- En sus últimas reuniones, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han seguido elevando sus tipos de interés de referencia como respuesta a la persistencia de elevadas presiones inflacionistas. Así, por ejemplo, la Reserva Federal estadounidense elevó su tipo de interés oficial en 75 puntos básicos (pb) en noviembre y en 50 pb en diciembre (hasta el rango 4,25 %-4,5 %), incrementos idénticos a los que aprobaron, en sus dos últimas reuniones del año, tanto el Banco de Inglaterra —que situó en diciembre su tipo de interés oficial en el 3,5%— como del Banco Central Europeo (BCE) —que situó en diciembre el tipo de interés de su facilidad de depósito en el 2%— (véase gráfico 3.a). Todas estas decisiones se han visto complementadas por otras medidas que estos mismos bancos centrales han venido anunciando o ejecutando, por ejemplo, en cuanto a la reducción del tamaño de sus balances.
- En contraste con estas dinámicas de política monetaria, muy generalizadas entre las principales economías avanzadas y emergentes, los bancos centrales de Japón y de China mantuvieron sin cambios sus tipos de interés en los últimos meses; y, en el caso del banco central chino, este llegó a inyectar liquidez al sistema financiero a través de su facilidad de crédito en octubre.

Gráfico 3

3.a Tipos de interés oficiales



FUENTES: Bancos centrales nacionales y Refinitiv.

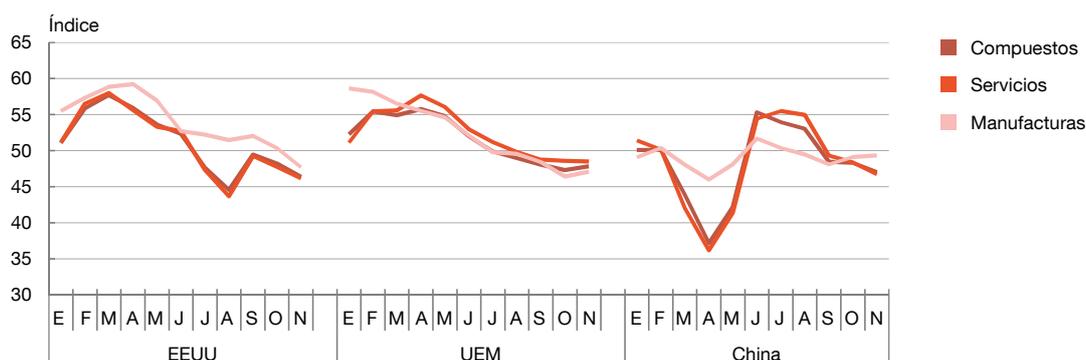


4 ... al tiempo que se han observado claros síntomas de una desaceleración en la actividad económica mundial

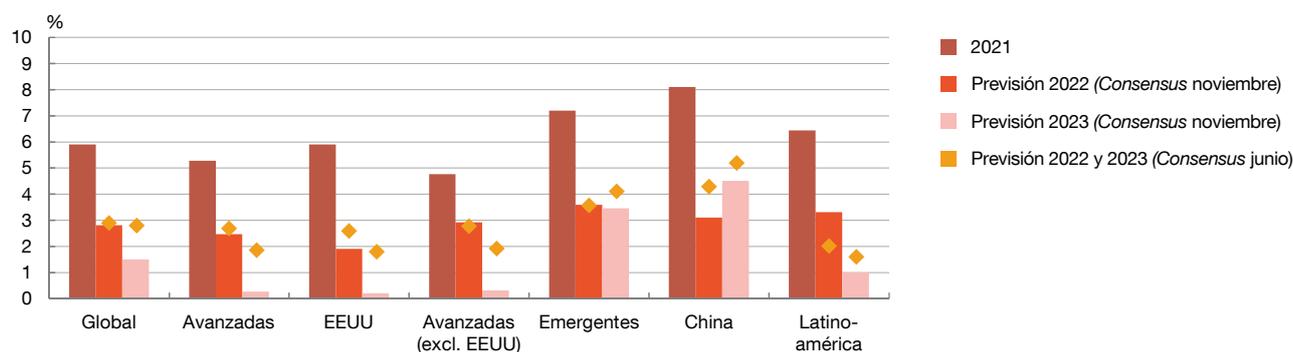
- En un contexto macrofinanciero y geopolítico caracterizado por una gran incertidumbre, las persistentes presiones inflacionistas y el consiguiente endurecimiento del tono de las políticas monetarias han dado lugar, en los últimos meses, a signos claros de desaceleración en la actividad económica global.
- Estas señales han sido particularmente evidentes en muchos de los indicadores de confianza disponibles (véase gráfico 4.a) y también en distintos indicadores de actividad relativos al sector inmobiliario de economías sistémicas, como Estados Unidos y China.
- De forma coherente con estos desarrollos, en el período más reciente las perspectivas globales de crecimiento para 2023 se han revisado significativamente a la baja (véase gráfico 4.b), especialmente para las principales economías avanzadas, algunas de las cuales podrían llegar a contraerse el año próximo.

Gráfico 4

4.a Evolución de los PMI durante 2022



4.b Previsiones de crecimiento del PIB para 2022 y 2023 por zonas geográficas (a)



FUENTES: Bloomberg, *Consensus Forecasts* y S&P Global.

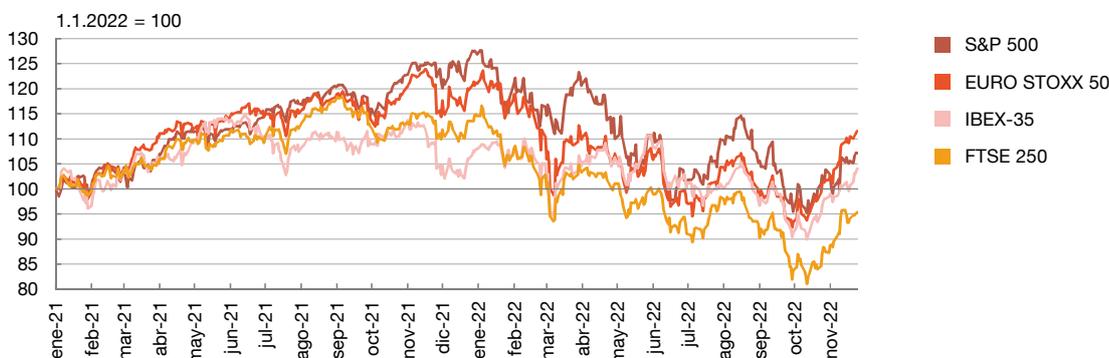
a Previsiones de *Consensus Forecasts* (barras: diciembre; puntos: junio). El agregado avanzadas incluye 13 áreas geográficas (Unión Económica y Monetaria, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, República Checa, Dinamarca, Islandia, Israel, Japón, Corea del Sur, Noruega, Suecia y Suiza), y el agregado emergentes, 13 economías de Asia, Europa del Este y Latinoamérica (China, India, Indonesia, Malasia, Tailandia, Hungría, Polonia, Rusia, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

5 Entretanto, los mercados financieros, que han experimentado algunos episodios de acusada volatilidad, parecen descontar una reversión en el endurecimiento de la política monetaria global en los próximos meses más rápida de lo esperado

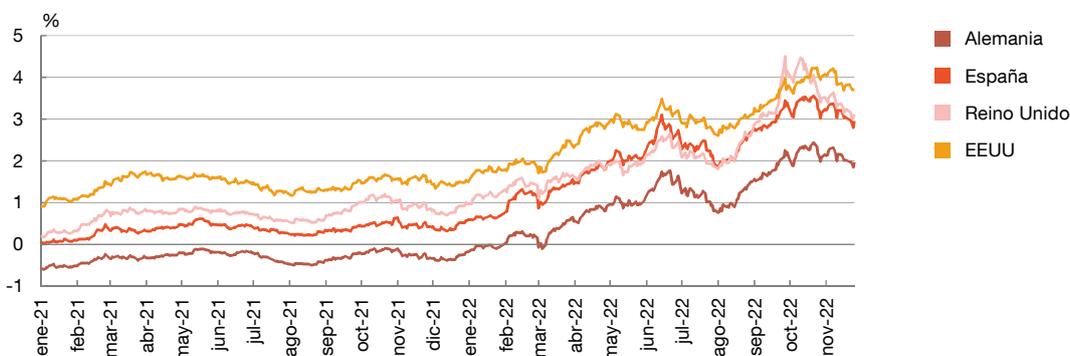
- Entre otros desarrollos, la evidencia de una desaceleración en la actividad económica global, las señales incipientes de una moderación en las tasas de inflación en algunas de las principales economías mundiales e, incluso, la comunicación empleada por determinados bancos centrales han favorecido que, desde principios de noviembre, los inversores en los mercados internacionales de capital contemplan una reversión en las subidas de los tipos de interés oficiales más rápida de lo esperado.
- En gran medida como consecuencia de ello, y de la mejora de las expectativas de beneficios corporativos, desde finales de octubre se ha producido una recuperación de los principales índices bursátiles mundiales (véase gráfico 5.a), y las rentabilidades de las deudas soberanas a largo plazo de mayor calidad crediticia se han situado ligeramente por debajo de los niveles observados a finales de septiembre (véase gráfico 5.b).
- Por otra parte, durante el período transcurrido de este trimestre el diferencial de rentabilidad a largo plazo de las deudas soberanas europeas frente a la referencia alemana ha caído en España (hasta los 108 pb) y, con más intensidad, en Grecia y en Italia (hasta los 206 pb y 207 pb, respectivamente).
- Además, desde finales de septiembre el euro se ha apreciado frente al dólar, mientras que se ha depreciado frente a la libra, revirtiendo casi completamente el movimiento inverso del trimestre precedente.

Gráfico 5

5.a Índices bursátiles



5.b Tipos de interés de la deuda soberana a diez años



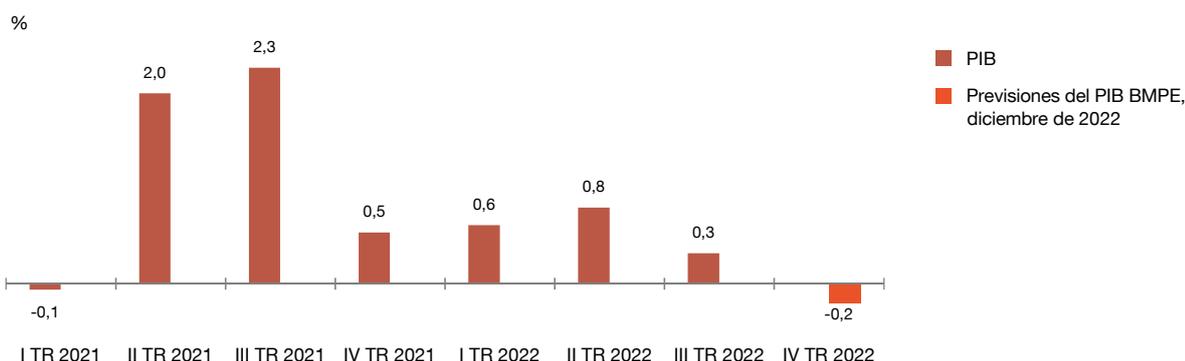
FUENTE: Refinitiv Datastream.

6 En el área del euro, las perspectivas de crecimiento han continuado deteriorándose...

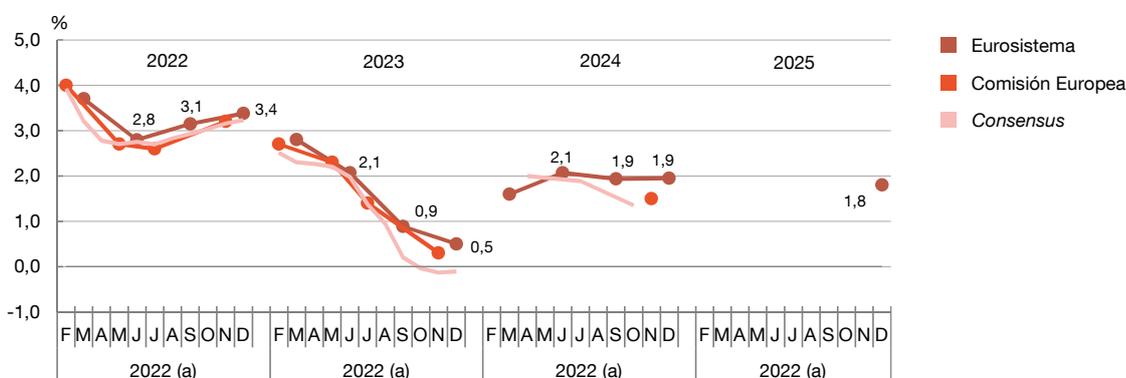
- En el tercer trimestre, el crecimiento del PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM) se ralentizó significativamente como consecuencia, entre otros factores, del persistente repunte de la inflación (que ha erosionado la capacidad adquisitiva de los hogares), de la elevada incertidumbre actual (que ha incidido negativamente en la confianza de los agentes económicos), del endurecimiento de las condiciones financieras y de la debilidad del entorno exterior (véase gráfico 6.a).
- Se prevé que estos factores continúen lastrando el dinamismo de la actividad económica en el área del euro en los próximos trimestres, lo que podría dar lugar a una contracción del PIB durante el cuarto trimestre del año, de acuerdo con las previsiones de diciembre del Eurosistema.
- En estas circunstancias, el ejercicio de proyecciones macroeconómicas de diciembre del Eurosistema revisó a la baja las perspectivas de crecimiento del PIB en la UEM para 2023 (hasta el 0,5 %, desde el 0,9 % que se esperaba en septiembre), manteniendo un crecimiento del 1,9 % para 2024 y situando en el 1,8 % el relativo a 2025 (véase gráfico 6.b). La revisión a la baja de 2023 refleja unas peores perspectivas en cuanto a la evolución futura tanto de la demanda interna como de la demanda externa.

Gráfico 6

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



6.b UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: Comisión Europea, *Consensus Economics*, Eurosistema y Eurostat.

a Cada letra se refiere al mes de 2022, entre febrero y diciembre, en el que se publicó la previsión correspondiente.

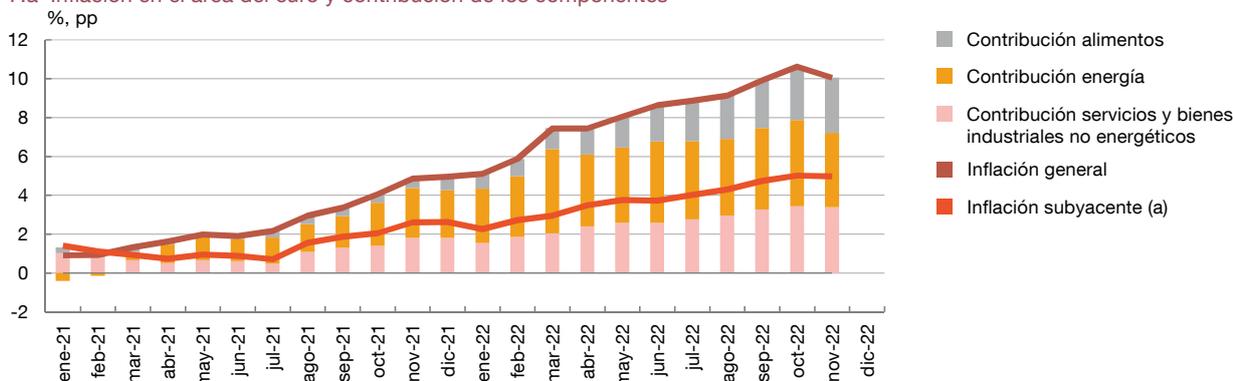


7 ... mientras que las presiones inflacionistas continúan siendo elevadas

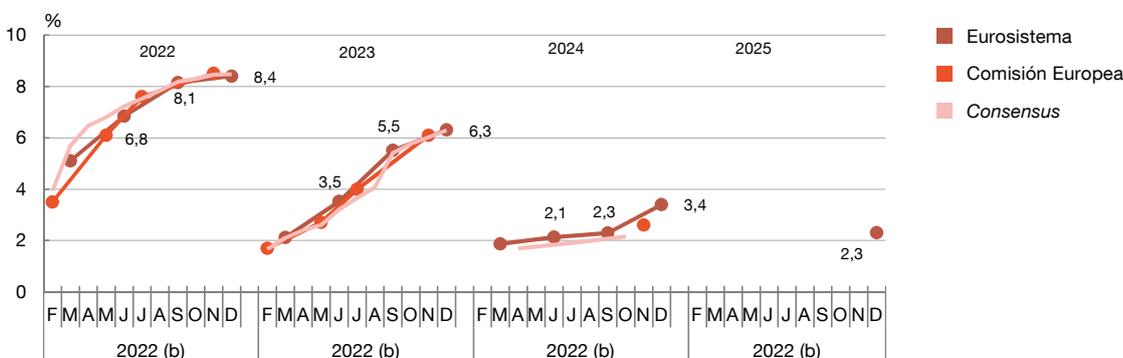
- La inflación en el área del euro se situó en el 10,1 % en noviembre, solo 0,5 pp por debajo del máximo histórico que alcanzó en octubre. En este sentido, las presiones inflacionistas continúan siendo generalizadas, con una contribución elevada tanto del componente energético (a pesar de su desaceleración en noviembre) como de los alimentos y de la inflación subyacente (cuya tasa de crecimiento interanual se mantiene en el 5 %) (véase gráfico 7.a).
- El escenario central del ejercicio de proyecciones macroeconómicas de diciembre del Eurosistema ha revisado al alza la tasa de inflación. En particular, se prevé que la inflación se sitúe en el 8,4 % en promedio en 2022, y que alcance un 6,3 % en 2023, moderándose hasta el 3,4 % en 2024 y hasta el 2,3 % en 2025 (véase gráfico 7.b).
- Estas cifras suponen una revisión al alza de 0,3 pp, 0,8 pp y 1,1 pp en 2022, 2023 y 2024, respectivamente, frente a la previsión de hace tres meses, y se produce a pesar del descenso en los precios de las materias primas y de la mejora de los problemas de suministro, de la moderación esperada del PIB y de las medidas de los Gobiernos para contener los precios de consumo de la energía.
- Las mayores presiones inflacionistas se explican, en buena medida, por el hecho de que las tasas de inflación observadas en los últimos meses han sido mayores que las previstas y por la expectativa de que los crecimientos salariales futuros en la UEM puedan ser algo más acusados que los que se anticipaban unos meses atrás.

Gráfico 7

7.a Inflación en el área del euro y contribución de los componentes



7.b UEM. Previsiones de inflación



FUENTES: Comisión Europea, Consensus Economics, Eurosistema y Eurostat.

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

b Cada letra se refiere al mes de 2022, entre febrero y diciembre, en el que se publicó la previsión correspondiente.

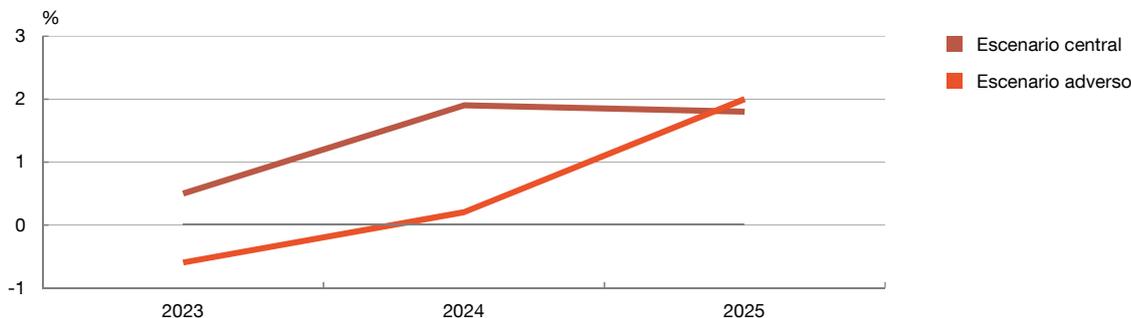


8 Los riesgos sobre las previsiones de crecimiento de la Unión Económica y Monetaria siguen estando sesgados a la baja, mientras que los riesgos sobre las previsiones de inflación permanecen orientados al alza

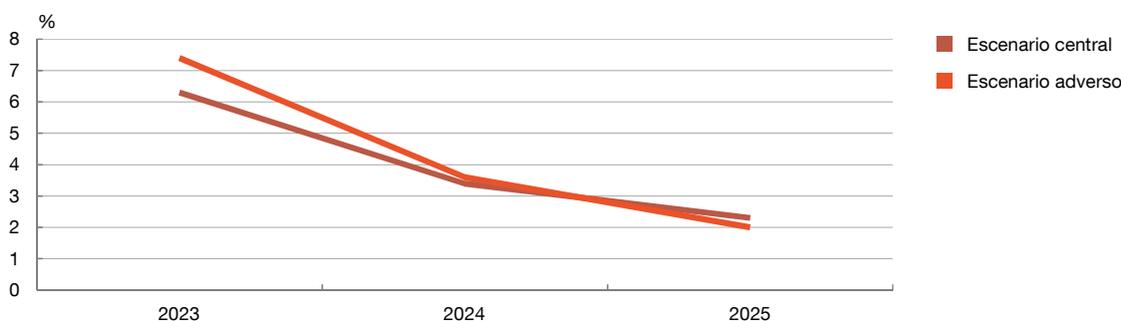
- El desarrollo de la guerra en Ucrania y las posibles disrupciones que puedan tener lugar en el suministro energético de las principales economías europeas¹ constituyen el principal factor de riesgo a la baja sobre las perspectivas de crecimiento de la UEM.
- Respecto a la inflación, predominan los riesgos alcistas relacionados con posibles incrementos adicionales de los precios de las materias primas, con un potencial desanclaje de las expectativas de inflación y con un aumento de los salarios superior al esperado. Se identifican también riesgos a la baja sobre las perspectivas de inflación: los principales son unos precios más bajos de las materias primas o la extensión de las medidas fiscales orientadas a limitar el precio de consumo de la energía.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones macroeconómicas de diciembre del Eurosistema contempla, además de un escenario central, un escenario adverso, caracterizado por el corte total de suministro de gas ruso y la sucesión de dos inviernos fríos. En dicho escenario, el PIB de la UEM sería notablemente más débil que en el escenario central y retrocedería en 2023. La inflación sería más elevada transitoriamente, especialmente en 2023 por los precios más altos de las materias primas, pero se vería presionada a la baja por la moderación de la demanda y se situaría en el 2 % en 2025 (véanse gráficos 8.a y 8.b).

Gráfico 8

8.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB del Eurosistema de diciembre de 2022. Escenarios central y adverso



8.b UEM. Previsiones de inflación del Eurosistema de diciembre de 2022. Escenarios central y adverso



FUENTE: Eurosistema.



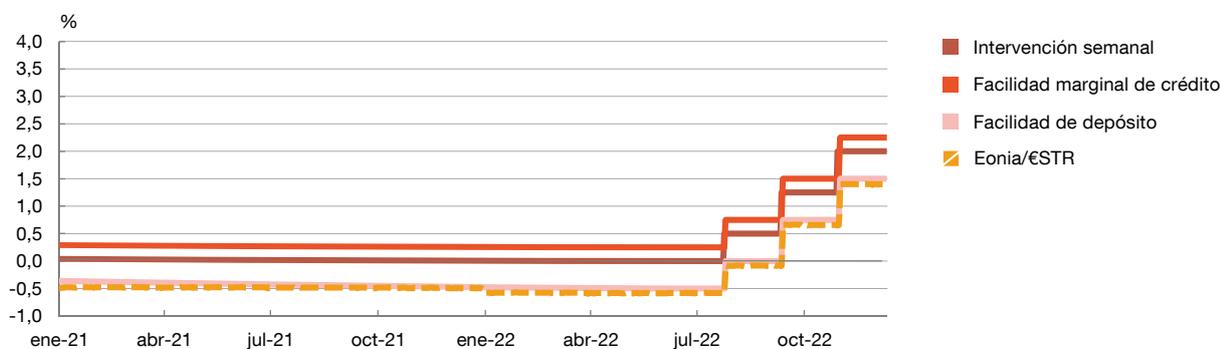
1 Para más detalles, véase [recuadro 2](#) de este Informe.

9 El Banco Central Europeo ha incrementado de nuevo sus tipos de interés oficiales y, sobre la base de las previsiones de inflación, prevé establecer nuevas subidas en las próximas reuniones

- En un contexto caracterizado por elevadas presiones inflacionistas, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE ha continuado, en los últimos meses, con el proceso de normalización de su política monetaria, que inició a finales de 2021.
- En particular, en su última reunión de política monetaria, celebrada a mediados de diciembre, el CG elevó los tipos de interés oficiales en 50 pb², hasta situar la tasa de interés de la facilidad de depósitos en el 2 %, lo que conlleva una subida acumulada de 250 pb desde julio (véase gráfico 9.a).
- Sobre la base de la considerable revisión al alza que han registrado las perspectivas de inflación, el CG estima que los tipos de interés tendrán que incrementarse aún significativamente a un ritmo sostenido hasta alcanzar niveles suficientemente restrictivos para asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2 % a medio plazo.
- Además, el CG ha anunciado que, a partir de marzo de 2023, no reinvertirá íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo adquiridos en el marco de su Programa de Compra de Activos, de forma que dicha cartera comenzará a descender, en promedio, en unos 15.000 millones de euros mensuales hasta el final del segundo trimestre de 2023, momento en el que se revalorará el ritmo de este proceso.

Gráfico 9

9.a Tipos de interés oficiales del BCE y eonia/€STR



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream.

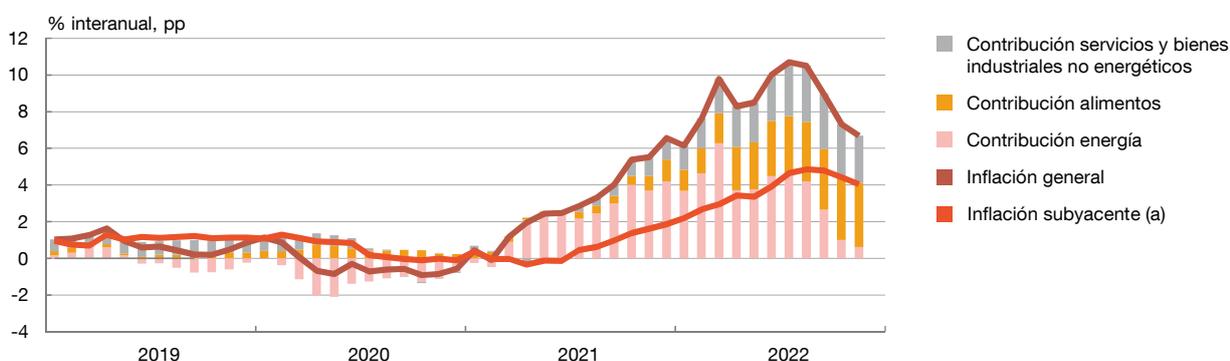
2 Con efectos a partir del 21 de diciembre de 2022.

10 En España, la inflación general se modera, debido fundamentalmente a la desaceleración del componente energético...

- La tasa de inflación general ha disminuido en los últimos meses en España, desde el máximo del 10,7% alcanzado en julio hasta el 6,7% de noviembre. Ello se ha debido, fundamentalmente, al **descenso de los precios energéticos**, mientras que los precios de los alimentos habrían continuado acelerándose —hasta una tasa de crecimiento interanual del 14% en noviembre—, aunque a un ritmo cada vez menor (véase gráfico 10.a).
- La reciente desaceleración de los precios energéticos se explica principalmente por los descensos intermensuales que se han registrado en los precios de la electricidad —a causa del abaratamiento del gas utilizado en la producción eléctrica— y en los de los combustibles y carburantes —en línea con el descenso observado en el precio del petróleo—.
- La inflación subyacente también se ha desacelerado en los últimos meses —desde el 4,6% de julio hasta el 4% de noviembre—, a raíz, fundamentalmente, de la ralentización en los precios de los servicios. En parte, dicha ralentización habría sido consecuencia de las medidas de abaratamiento del transporte público y del tope al incremento de los alquileres establecidas por las autoridades, que habrían reducido en tres décimas, aproximadamente, la tasa de inflación general en noviembre³.

Gráfico 10

10.a Inflación en España: evolución y contribución de los componentes



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a IAPC general excluidos energía y alimentos.



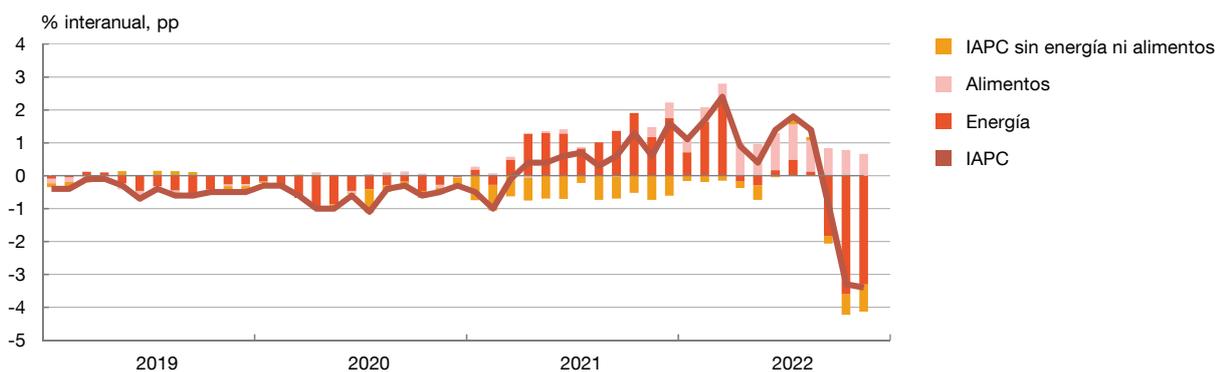
3 En conjunto, las medidas desplegadas por las autoridades para hacer frente a la crisis energética y al repunte de los precios habrían contribuido a reducir la tasa de inflación general en noviembre en 2 pp, aproximadamente. La mayor parte de esta reducción estaría asociada al impacto de las medidas relacionadas con el descuento en el precio de los carburantes, la limitación del incremento del coste de la materia prima en la tarifa de último recurso del gas natural y la reducción del IVA del gas desde el 21% hasta el 5%.

11 ... y el diferencial de inflación frente a la UEM alcanza su mínimo histórico

- La moderación en el ritmo de avance de los precios que se ha observado en España en los últimos meses ha contrastado con la prolongación del repunte inflacionista del conjunto del área del euro, lo que ha dado como resultado una reducción significativa del diferencial de inflación entre España y la UEM, que alcanzó en noviembre su mínimo histórico, $-3,4$ pp (véase gráfico 11.a).
- La mayor parte de esta brecha se debe al comportamiento diferencial de los precios minoristas de la electricidad en España y la UEM. En particular, la relevancia en nuestro país de los contratos minoristas con precios dinámicos⁴ implica una rápida traslación de las fluctuaciones de precios en los mercados mayoristas a los precios de consumo, mientras que, en la mayoría de los países de la UEM, esta traslación se produce con un mayor retardo. De ahí el diferencial de inflación tan positivo que se observó entre España y la UEM durante buena parte de 2021 —cuando los precios mayoristas aumentaban— y la brecha tan negativa que se registra en la actualidad —cuando predominan los descensos en los precios mayoristas—.
- Más allá de los precios de la energía, el diferencial en la tasa de inflación subyacente entre España y la UEM también se situó en terreno negativo en noviembre, -1 pp. En parte, ello se ha debido a la moderación que se ha observado recientemente en los precios relacionados con el turismo en España —frente al repunte registrado en el conjunto de la UEM—, así como al impacto de las medidas desplegadas para abaratar el transporte público en nuestro país.
- En sentido contrario, los precios de los alimentos han venido registrando mayores tasas de crecimiento en España que en la UEM desde finales del pasado año, lo que ha conllevado un diferencial positivo en este componente, que, no obstante, se ha reducido en los últimos meses.

Gráfico 11

11.a Contribuciones al diferencial de inflación entre España y la UEM



FUENTES: Eurostat y Banco de España.



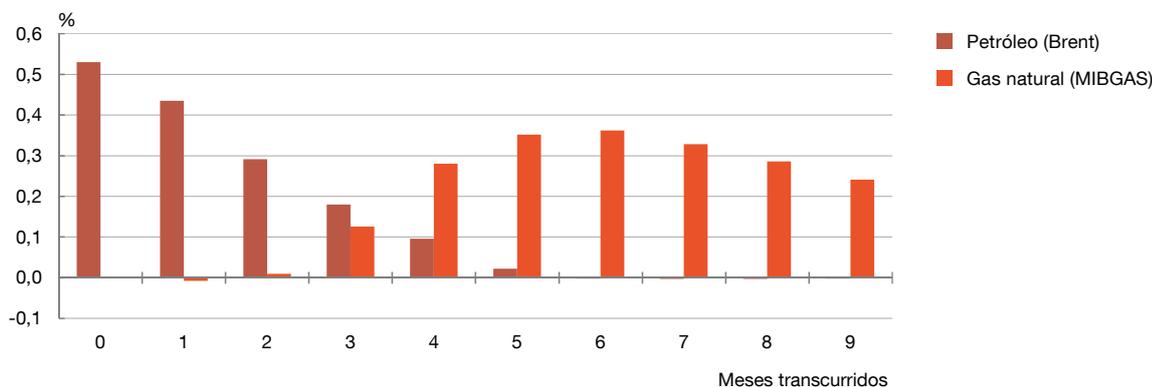
4 En España, la tarifa regulada de electricidad (conocida como PVPC) se considera de «precios dinámicos», en la medida en que el precio minorista cambia de forma inmediata en función de las variaciones que se producen en los precios del mercado mayorista. Para más detalles, véase M. Pacce, I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021), *El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ 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.

12 No obstante, es probable que las tasas de inflación permanezcan en niveles relativamente elevados varios trimestres...

- Distintos trabajos recientes publicados por el Banco de España ponen de manifiesto que la traslación de las fluctuaciones de los precios de las materias primas energéticas y no energéticas a los precios de producción y a los precios de consumo final se produce de forma gradual en el tiempo y requiere varios trimestres para completarse⁵.
- Así, por ejemplo, las oscilaciones en los precios mayoristas del gas natural no comienzan a reflejarse en los precios industriales hasta transcurridos tres meses y sus efectos muestran una elevada persistencia —tanto en términos absolutos como en comparación con el impacto de fluctuaciones en el precio del petróleo (véase gráfico 12.a)—, especialmente en el caso de las industrias productoras de bienes intermedios, que elaboran insumos clave para muchas otras ramas industriales⁶.
- En este contexto, las empresas participantes en la última edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) declaran que prevén continuar con el proceso de traslación a los precios de venta de sus productos de al menos una parte de los aumentos de costes que han experimentado hasta la fecha⁷.

Gráfico 12

12.a Impacto de los precios de la energía sobre los precios industriales (a)



FUENTE: Banco de España.

a Impacto estimado de un aumento del 100% del precio del barril de Brent o del índice MIBIGAS sobre la tasa de crecimiento intermensual del índice de precios industriales, excluida la energía, transcurrido el número de meses indicado.



5 Para un análisis sobre la traslación de los precios mayoristas del gas natural a los precios de consumo, véase L. López, S. Párraga y D. Santabárbara (2022), «La traslación del incremento de los precios del gas natural a la inflación del área del euro y de la economía española», recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

6 Para más detalles, véase recuadro 3 de este Informe.

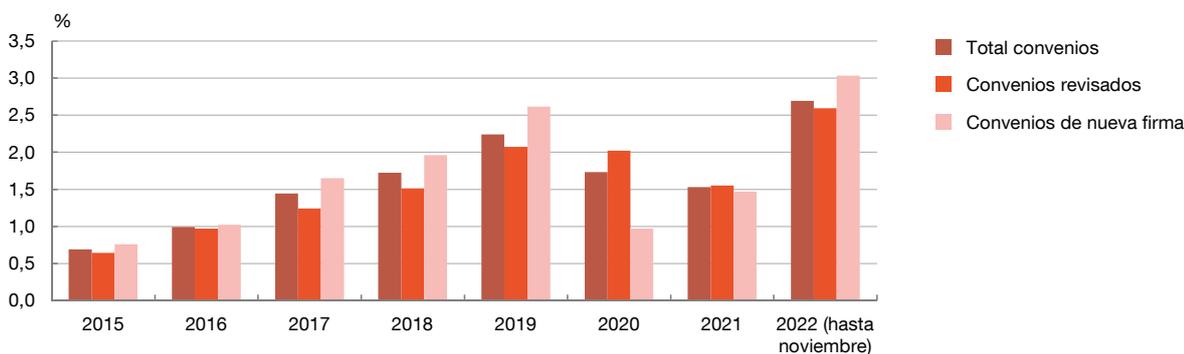
7 Véase M. Izquierdo (2022), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: cuarto trimestre de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2022, Banco de España.

13 ... en un contexto en el que aún no se aprecian indicios de efectos de segunda ronda significativos a través de los salarios...

- La información referida a los convenios colectivos hasta el mes de noviembre sigue señalando un repunte relativamente contenido, del 2,7 %, de las tarifas salariales en 2022 (véase gráfico 13.a). La mayoría de estos convenios, que afectan a unos ocho millones de trabajadores, habían sido firmados en años anteriores. No obstante, incluso en los convenios de nueva firma pactados en 2022, que afectan a algo más de 1,8 millones de trabajadores, los incrementos salariales acordados se mantienen en el entorno del 3 %.
- En principio, este tono de moderación salarial parece mantenerse de cara al año próximo. Así, de acuerdo con la información parcial disponible para 2023 en los convenios colectivos que tendrán vigencia en dicho año⁸, se estarían pactando incrementos salariales en línea con los acordados para 2022. Se observa, no obstante, un repunte adicional en la incidencia de las cláusulas de salvaguarda, que superaría el 40 % en los —aún escasos— convenios con información para 2023, frente a una incidencia del 22,6 % en los convenios relativos a 2022.
- Por ramas de actividad, los incrementos salariales pactados en 2022 están siendo algo superiores en las ramas de servicios que presentan una mejor evolución del empleo desde el comienzo de la pandemia.

Gráfico 13

13.a Incremento salarial pactado



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Economía Social.



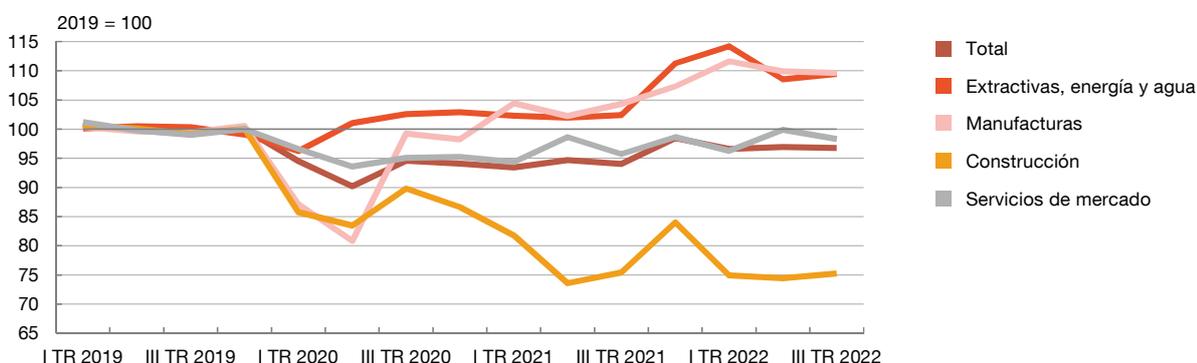
⁸ A partir de la lectura de los convenios colectivos registrados hasta octubre de 2022 en <https://expinterweb.mites.gob.es/regcon/>. Para más detalles sobre este ejercicio, véase M. Izquierdo e I. Soler (2022), “Un primer análisis acerca del impacto de la inflación sobre la negociación colectiva en 2022”, recuadro 6, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

14 ... ni de los márgenes empresariales en términos agregados

- Durante los tres primeros trimestres del año, la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) del total de la economía se mantuvo estable en niveles superiores a los observados en 2021, si bien aún por debajo de los registrados antes del comienzo de la pandemia (véase gráfico 14.a).
- No obstante, esta evolución agregada oculta una notable heterogeneidad entre sectores y empresas. Así, por ejemplo, la información de la Contabilidad Nacional por ramas de actividad revela un comportamiento más dinámico de los márgenes empresariales del sector manufacturero y de las industrias extractivas, de energía y de agua, en contraste con la debilidad de los márgenes en el sector de la construcción.
- Por su parte, la Central de Balances Trimestral del Banco de España apunta también a la existencia de una elevada heterogeneidad en el comportamiento de los márgenes entre empresas, incluso dentro de un mismo sector. En particular, el análisis del margen de explotación⁹ sugiere que, en comparación con 2021, predominarían los descensos de márgenes en aquellas compañías más propensas a exportar o que partían de unos márgenes más elevados. Por el contrario, las firmas con una posición financiera más vulnerable —por un endeudamiento elevado o por una menor capacidad para cubrir sus gastos financieros con los ingresos generados— habrían mostrado una mayor propensión a elevar sus márgenes¹⁰.

Gráfico 14

14.a Márgenes empresariales (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Los márgenes empresariales se definen aquí como la ratio entre el EBE y el VAB de cada rama. El EBE se calcula como el VAB menos la remuneración por asalariado. Esta medida del EBE no excluye los impuestos netos sobre la producción y las importaciones.



⁹ El margen de explotación se calcula como el cociente entre el resultado económico bruto y la cifra de negocios.

¹⁰ Para más detalles acerca de la heterogeneidad en la evolución de los márgenes a nivel de empresa, véase A. Menéndez y M. Mulino (2022), «La evolución económica y financiera de las empresas españolas en 2021 y hasta el tercer trimestre de 2022 según la Central de Balances», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 4/2022, Banco de España.

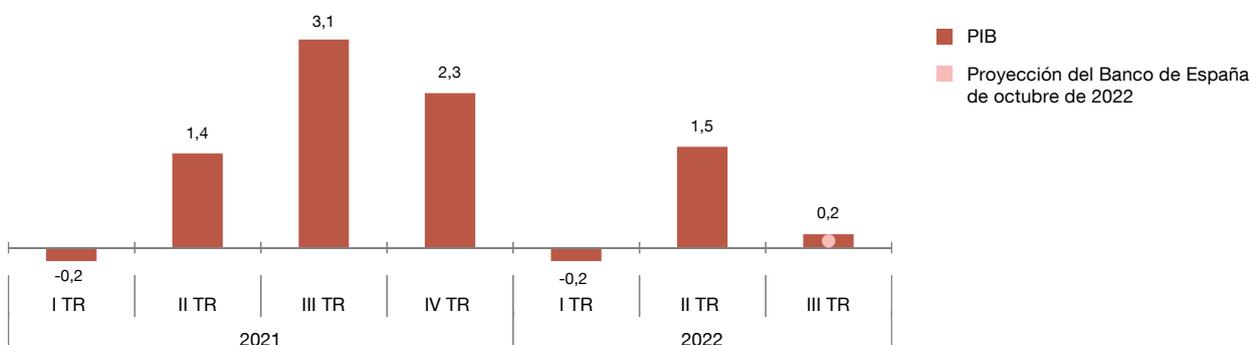
15 En línea con lo esperado, el PIB se desaceleró de manera significativa en el tercer trimestre

- El PIB de la economía española aumentó un 0,2 % intertrimestral en el tercer trimestre del año, muy por debajo del avance observado en el segundo trimestre —del 1,5 %—, pero en línea con el crecimiento del 0,1 % previsto en el ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en octubre¹¹ (véase gráfico 15.a).
- Al avance de la actividad en el tercer trimestre contribuyó especialmente el crecimiento del consumo de los hogares —del 1,1 %— y de la inversión en equipo —del 1,3 %—, mientras que la contribución de la demanda externa fue negativa, debido al elevado dinamismo que mostraron las importaciones —que aumentaron un 3,7 %—.
- Por el lado de la oferta, las ramas de servicios de mercado —especialmente las asociadas con el ocio y la hostelería— lideraron la expansión del producto, mientras que las ramas primarias, industriales y de la construcción mostraron una evolución más débil, debido, en parte, a su mayor exposición al encarecimiento de la energía.
- Con todo, el nivel del PIB de la economía española aún se encontraría, en el tercer trimestre del año, 2 pp por debajo del registrado a finales de 2019. En cambio, en el conjunto del área del euro, el nivel de actividad ya se situaría 2 pp por encima de dicha referencia.

Gráfico 15

15.a Evolución del PIB de España

Tasa de variación intertrimestral, %



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



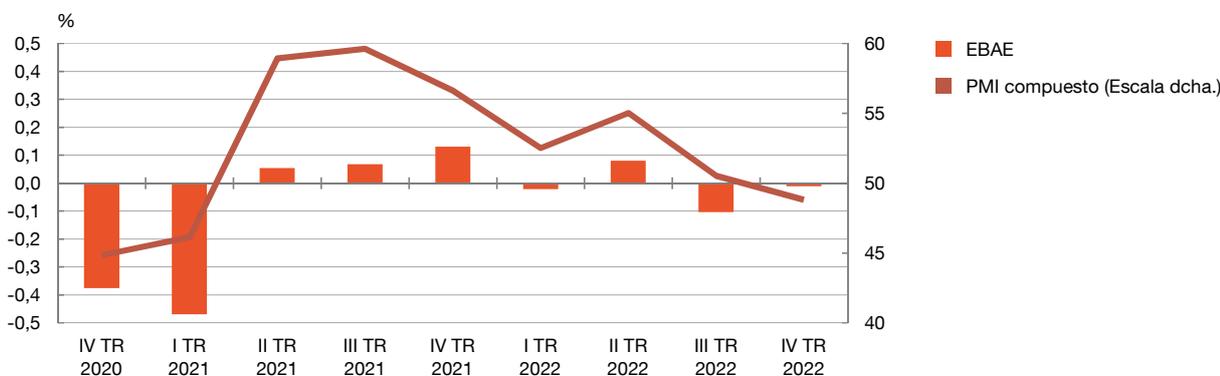
11 Véase "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2024)", recuadro 1, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

16 Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre apuntan a que, en este período, la actividad habría mantenido un grado de dinamismo similar al registrado en el trimestre precedente

- El análisis conjunto de los distintos indicadores —entre otros, de empleo, de consumo, de producción y de confianza— que facilitan información parcial, y aún incompleta, en cuanto al comportamiento de la actividad en el cuarto trimestre del año sugiere que el PIB de la economía española podría incrementarse, entre octubre y diciembre, un 0,1 % intertrimestral, si bien dicha tasa de crecimiento solo puede estimarse con una considerable incertidumbre¹².
- Entre los indicadores disponibles destaca, por ejemplo, la EBAE, que apunta a que, en el cuarto trimestre, la facturación de las empresas se habría mantenido prácticamente estable en términos agregados en relación con el trimestre precedente (véase gráfico 16.a), si bien con una notable heterogeneidad sectorial¹³.
- Por su parte, a lo largo de los últimos meses, otros indicadores de confianza —por ejemplo, los PMI— han permanecido en niveles muy reducidos o han seguido manteniendo una senda descendente respecto al trimestre precedente (véase gráfico 16.a), si bien en el mes de noviembre se observó un ligero repunte en el PMI compuesto respecto al mes de octubre.

Gráfico 16

16.a Facturación EBAE y PMI compuesto (a) (b)



FUENTES: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial 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 dato del PMI compuesto es el promedio de los meses de octubre y noviembre.



12 Para más detalles, véase recuadro 1 de este Informe.

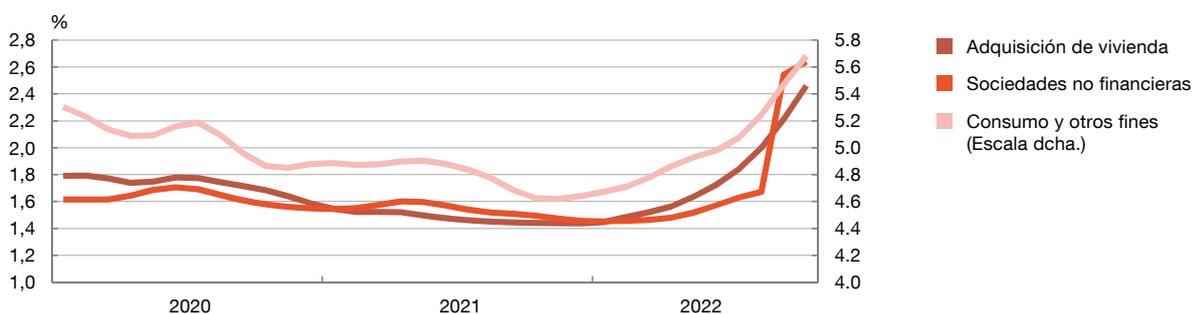
13 Para más detalles, véase M. Izquierdo (2022), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: cuarto trimestre de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2022, Banco de España.

17 Las condiciones financieras en España han seguido endureciéndose, si bien no se ha producido, hasta la fecha, una contracción en los volúmenes de nueva financiación

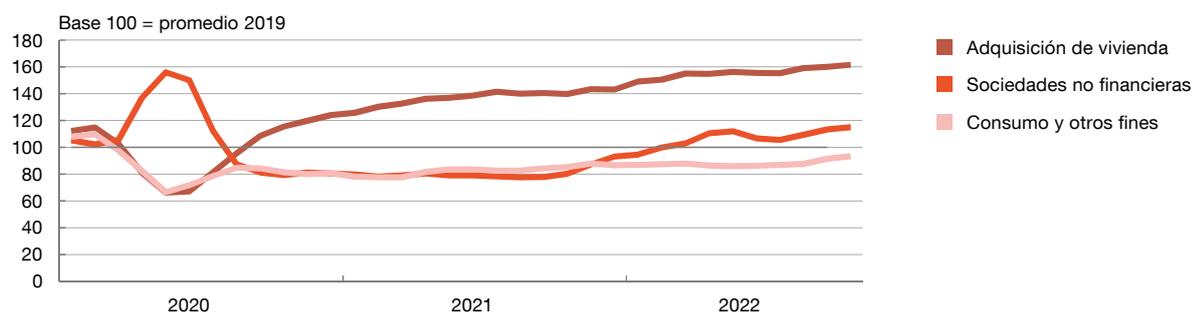
- En los últimos meses se ha intensificado la traslación del aumento de los tipos de interés de mercado al coste de las nuevas operaciones de crédito bancario en todos los segmentos (véase gráfico 17.a).
- En el caso del segmento de hogares para adquisición de vivienda y del de sociedades no financieras, los tipos de interés se sitúan ya en niveles similares a los de la UEM.
- Por otra parte, la Encuesta sobre Préstamos Bancarios señala, para el tercer trimestre, un endurecimiento generalizado de los criterios de concesión, especialmente acusado (el más intenso desde 2008) en el segmento de crédito a hogares para la adquisición de vivienda. Para el cuarto trimestre, las entidades financieras prevén una prolongación de la evolución contractiva de la oferta de crédito y una disminución de la demanda en todos los segmentos.
- En cualquier caso, este endurecimiento de las condiciones de financiación no se está traduciendo, hasta la fecha, en una contracción en los volúmenes de la nueva financiación captada por los hogares y las empresas (véase gráfico 17.b).

Gráfico 17

17.a Coste de los nuevos préstamos bancarios (a)



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



FUENTE: Banco de España.

- 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 por el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de crédito como por los establecimientos financieros de crédito. Se corresponde con el promedio de los últimos tres meses.

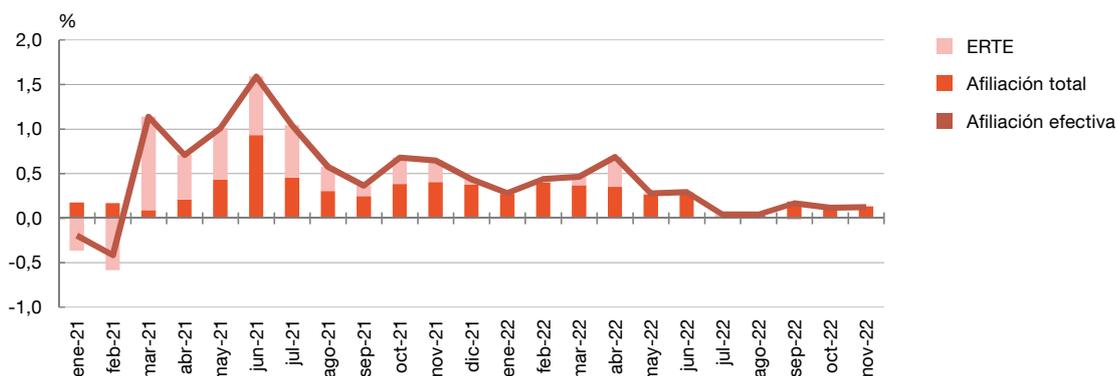


18 El empleo ha mostrado una cierta estabilidad en el último trimestre del año y se ha prolongado la senda de reducción de la ratio de temporalidad

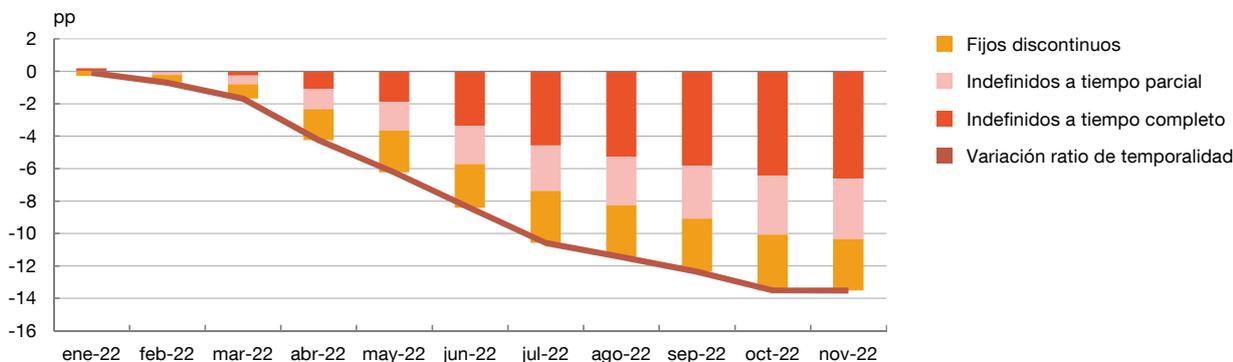
- La afiliación a la Seguridad Social mostró un avance mensual desestacionalizado del 0,1 % en noviembre, similar al estimado en octubre, lo que apuntaría a un crecimiento del empleo en el cuarto trimestre similar al observado en el tercero (véase gráfico 18.a).
- Por ramas de actividad, en los dos primeros meses del trimestre, se observó un repunte de la ocupación en la construcción y un mantenimiento del empleo en las ramas de servicios de mercado, mientras que la afiliación mostró una mayor debilidad en la industria y, especialmente, en la agricultura.
- En este período, el dinamismo del empleo ha seguido concentrado en los afiliados con contrato indefinido, que aumentaron en un 23,8 % en noviembre con respecto al mismo mes del año pasado. En cambio, los afiliados con contrato temporal cayeron un 42,3 %. De este modo, la ratio de temporalidad se ha reducido en 13,5 pp con respecto a la observada en noviembre de 2021. De esta reducción, 6,6 pp han sido consecuencia del incremento de los indefinidos a tiempo completo; 3,7 pp, del incremento de los indefinidos a tiempo parcial, y 3,2 pp, del incremento de los fijos discontinuos (véase gráfico 18.b).

Gráfico 18

18.a Afiliación total, ERTE y afiliación efectiva (a)



18.b Variación interanual de la ratio de temporalidad y contribuciones por tipo de contrato indefinido



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

a Tasa mensual desestacionalizada.

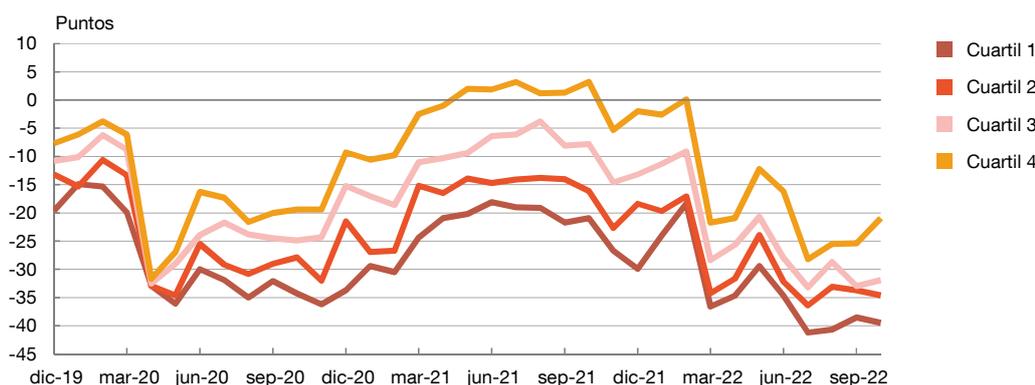


19 En los últimos meses, el dinamismo del consumo se habría visto lastrado por las presiones inflacionistas y la elevada incertidumbre...

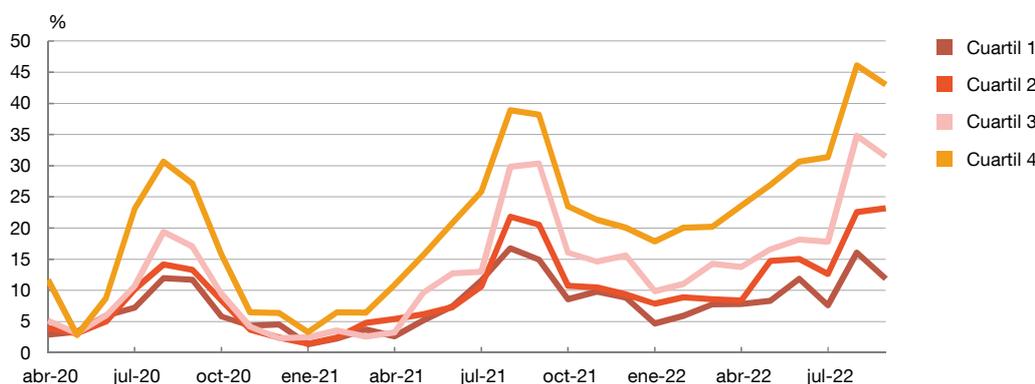
- Entre septiembre y diciembre, el avance del consumo se habría ralentizado, **en un entorno marcado por las altas tasas de inflación** —que erosionan el poder adquisitivo de los hogares—, la elevada incertidumbre, el **endurecimiento de las condiciones de financiación** y unos niveles de confianza muy reducidos, especialmente entre los hogares con menor renta (véase gráfico 19.a).
- La ralentización del gasto de los hogares reflejaría, al menos en parte, la desaceleración del gasto en servicios y, en particular, del gasto en ocio y hostelería, que, aunque seguiría creciendo, lo haría a un menor ritmo que en el tercer trimestre —período en el que destacó el vigor de este tipo de gasto en el caso de los hogares de mayores ingresos (véase gráfico 19.b)—¹⁴.
- Por su parte, el gasto en bienes mostraría una evolución relativamente más favorable en el tramo final del año, de acuerdo con la información parcial disponible —entre otra, la relativa a las matriculaciones de vehículos particulares hasta el mes de noviembre y al comportamiento del índice de comercio al por menor hasta octubre—.

Gráfico 19

19.a Confianza de los consumidores por cuartil de renta



19.b Proporción de los hogares que indican haber gastado en vacaciones en el último mes



FUENTES: Comisión Europea y Consumer Expectations Survey (Banco Central Europeo).



DESCARGAR

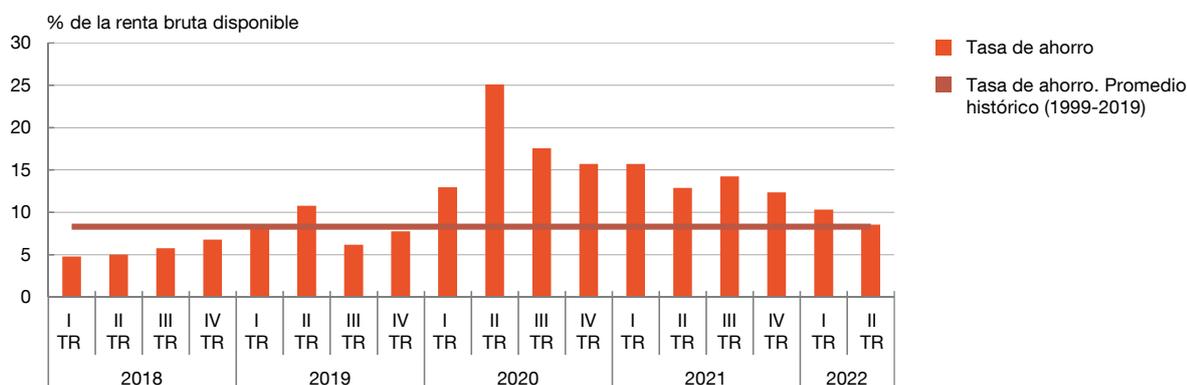
¹⁴ Por otro lado, las condiciones climatológicas a lo largo de los próximos meses también podrían condicionar las decisiones de gasto de los hogares (para más detalles, véase recuadro 4 de este Informe).

20 ... en un contexto en el que la tasa de ahorro de los hogares ha venido reduciéndose en los últimos trimestres

- En efecto, desde el máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2020 —del 25,1 %—, la tasa de ahorro de los hogares ha mantenido una senda claramente descendente, hasta situarse en el 8,5 % en el segundo trimestre de este año, muy cerca de su promedio histórico —del 8,3 %— (véase gráfico 20.a).
- Indudablemente, en esta evolución de la tasa de ahorro —que, por otra parte, sería coherente con que los hogares españoles aún no hayan hecho uso de la mayor parte de la bolsa de ahorro que acumularon al comienzo de la pandemia¹⁵— habrían influido, en direcciones opuestas, el incremento de la incertidumbre y el repunte de los precios. Además, también podrían haber influido en este comportamiento de la tasa de ahorro tanto el dinamismo que se viene observando recientemente en el mercado laboral como el **descenso en la ratio de temporalidad**.

Gráfico 20

20.a Tasa de ahorro de los hogares y las ISFLSH (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.



15 Para más detalles sobre el uso que los hogares españoles habrían hecho de esta bolsa de ahorro, véase **recuadro 5** de este Informe.

21 La inversión empresarial habría perdido dinamismo en los meses más recientes, de acuerdo con los indicadores disponibles

- La desfavorable evolución reciente de los indicadores PMI —que resulta coherente con la elevada incertidumbre actual, el deterioro de la confianza, la **debilidad económica global** y el endurecimiento de las condiciones financieras— apuntaría a una reducción en el grado de dinamismo de la inversión empresarial en el corto plazo (véase gráfico 21.a).
- Con una perspectiva temporal más amplia, sin embargo, cabría esperar que el despliegue de los proyectos vinculados al programa NGEU y la progresiva mejora de los factores que en los últimos meses han venido limitando la actividad económica sean compatibles con un mayor vigor de la inversión empresarial. Todo ello, en un contexto en que ya se aprecia una elevada utilización de la capacidad productiva instalada en la industria de bienes de equipo (véase gráfico 21.b).

Gráfico 21

21.a Evolución de los PMI de manufacturas



21.b Evolución de la utilización de la capacidad productiva en la industria de bienes de equipo



FUENTES: S&P Global y Comisión Europea.

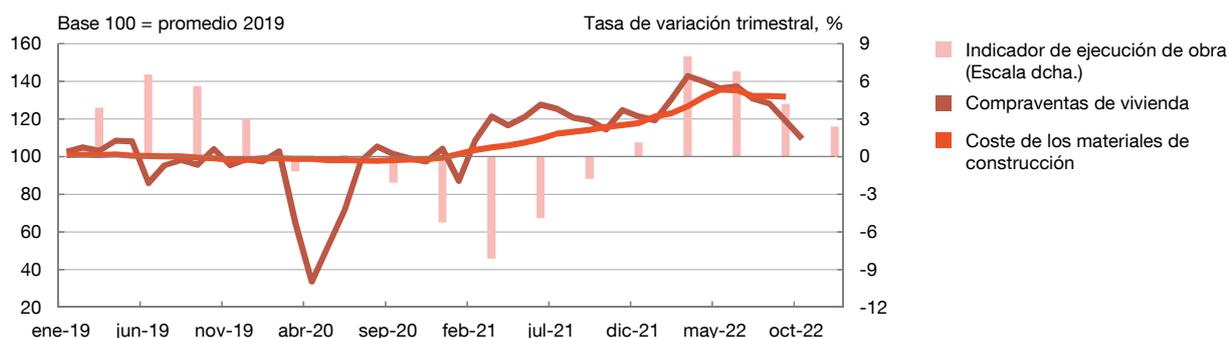


22 La inversión en vivienda proseguiría su senda de ralentización en el cuarto trimestre, si bien los precios estarían mostrando una cierta resistencia a la baja

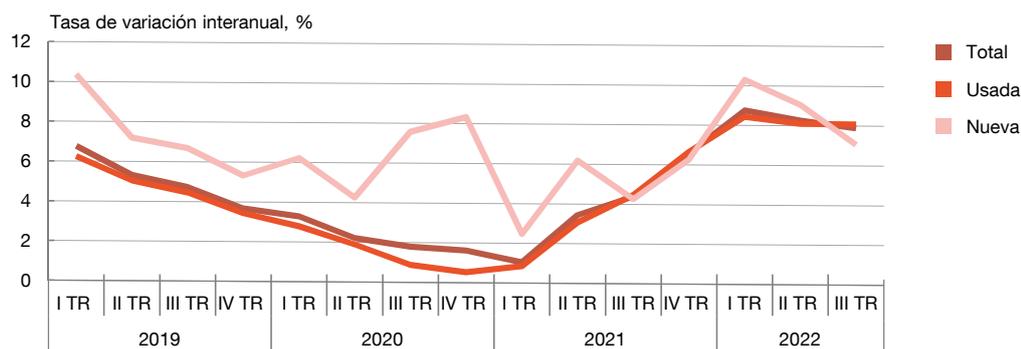
- Los principales indicadores de inversión en vivienda apuntan a una prolongación de la tónica de debilidad observada en este componente de la demanda en los últimos trimestres. En particular, tanto el indicador de ejecución de obra como las compraventas de vivienda han seguido una senda descendente desde el segundo trimestre de este año (véase gráfico 22.a).
- En todo caso, a pesar de su desaceleración reciente, las compraventas de vivienda aún permanecen en un nivel relativamente elevado, muy por encima del observado en los años previos a la pandemia. De mantenerse, esta aparente fortaleza de la demanda¹⁶ podría proporcionar un cierto soporte en cuanto a la evolución de los precios de la vivienda en el corto plazo.
- En efecto, el precio de la vivienda moderó levemente su crecimiento interanual en el tercer trimestre, hasta el 7,6 % (8 % en el segundo trimestre), con una desaceleración algo más acusada en el segmento de obra nueva (véase gráfico 22.b).

Gráfico 22

22.a Evolución del indicador de ejecución de obra, de las compraventas de vivienda y del coste de los materiales de construcción (a)



22.b Evolución del precio de la vivienda



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

a Serie ajustada de estacionalidad para las compraventas. El último dato observado de compraventas es de octubre de 2022, y el de costes de construcción es de septiembre del mismo año. 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 de dieciocho meses para la ejecución. El último dato representado para este indicador trimestral es el cuarto trimestre de 2022.



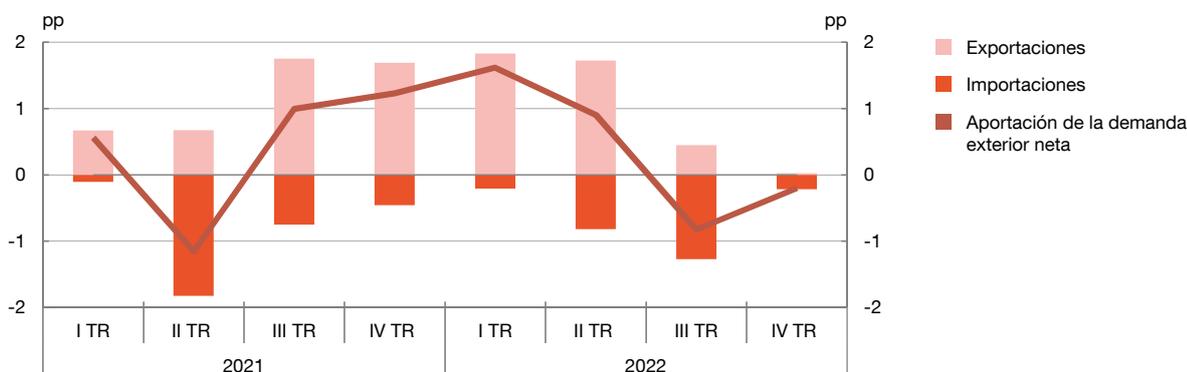
¹⁶ Para más detalles sobre los factores que estarían detrás de una recuperación más intensa de la demanda de vivienda tras la pandemia, en relación con la de la oferta, véase L. San Juan (2023), «El desajuste entre la demanda y la oferta de vivienda y su relación con los precios», de próxima publicación.

23 Las exportaciones netas habrían moderado su contribución negativa al avance del producto en el cuarto trimestre, compensando la ralentización en la aportación de la demanda nacional

- En un contexto de ralentización de la demanda nacional, la desaceleración de las importaciones de bienes en los últimos meses del año habría sido más acusada que la de las exportaciones. En esta dirección apunta, por ejemplo, la desaceleración de las adquisiciones de acuerdo con los indicadores PMI de octubre y noviembre, que fue más intensa que la correspondiente desaceleración de los pedidos exteriores.
- Por su parte, el turismo internacional habría proseguido su senda de recuperación durante el cuarto trimestre, si bien la velocidad de convergencia de la actividad turística hacia los niveles previos a la pandemia habría sido algo menor que la observada en los trimestres previos¹⁷.
- Con todo, la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB habría aumentado en los últimos meses del año, si bien esta seguiría siendo ligeramente negativa (véase gráfico 23.a), debido a la relativa fortaleza de las importaciones españolas —a lo largo de 2022 y también en el tramo final del año— en un entorno de mayor dinamismo de nuestra economía en comparación con el resto de la UEM, especialmente en el caso de las ramas industriales con mayor contenido importado.

Gráfico 23

23.a Aportación de la demanda exterior neta a la variación intertrimestral del PIB



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

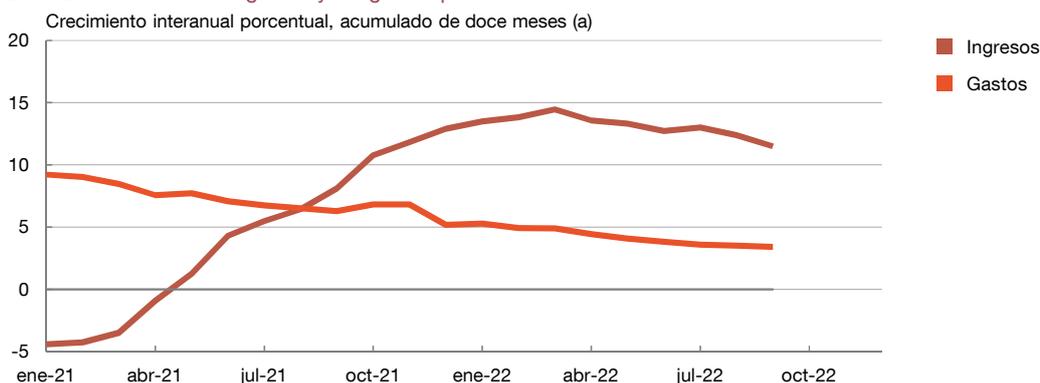
17 Véase C. García, A. Gómez y C. Martín (2022), «La recuperación del turismo internacional en España tras la pandemia», de próxima publicación.

24 Los ingresos públicos siguen mostrando un fuerte dinamismo y apuntan a que el déficit de las Administraciones Públicas en el conjunto de 2022 podría ser menor que el contemplado en el Plan Presupuestario

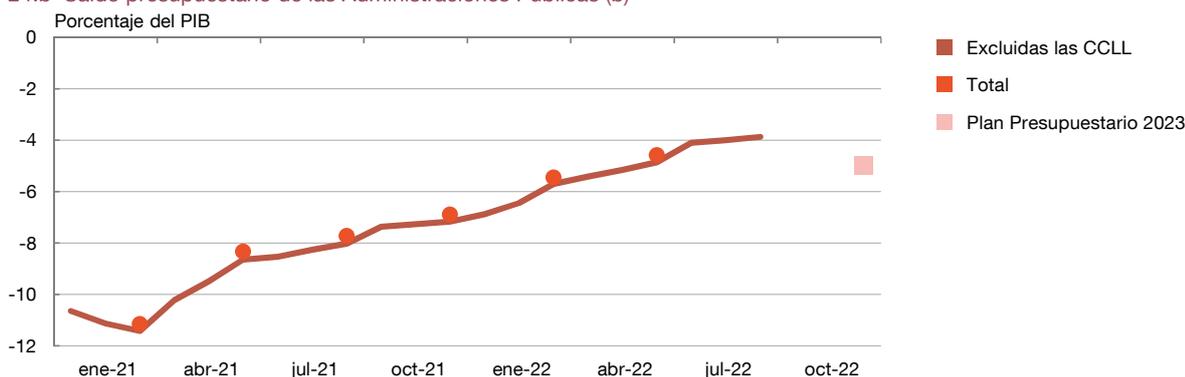
- Aunque se desaceleraron ligeramente en agosto y en septiembre, los ingresos impositivos continúan creciendo a tasas interanuales elevadas, muy por encima de las que registran los gastos (véase gráfico 24.a)¹⁸.
- Si bien una proporción cada vez mayor del incremento que se está produciendo en los ingresos impositivos estaría relacionada con el aumento de los precios y de los salarios, en torno a un 20 % del repunte en la recaudación en el primer semestre de 2022 no puede ser explicado a partir de los determinantes habituales de esta partida, lo que genera ciertas dudas acerca del carácter estructural o transitorio de parte de estos ingresos adicionales.
- En todo caso, en septiembre, el saldo de las AAPP, excluidas las CCLL, se situó en el -3,9 % del PIB en el acumulado de los últimos doce meses. Este déficit se encuentra 3 pp por debajo del observado al cierre de 2021 y es también 1,1 pp inferior a la referencia establecida en el Plan Presupuestario (véase gráfico 24.b).

Gráfico 24

24.a Evolución de los ingresos y los gastos públicos



24.b Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (b)



FUENTES: Banco 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 el impacto de las medidas, los gastos y los ingresos (observados y esperados) que se concentran en meses concretos.
- b La IGAE solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral.



¹⁸ En octubre, los datos de caja de la AEAT también muestran un avance de la recaudación impositiva elevado (del 17 % interanual, en términos homogéneos), con un incremento del 29 % en el segundo pago fraccionado del impuesto de sociedades.

25 En una coyuntura extraordinariamente incierta, las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan el crecimiento del PIB al alza en el segundo semestre de 2022 y a la baja al inicio de 2023, en ambos casos en una cuantía muy pequeña

- El **recuadro 1** de este Informe describe los rasgos más destacados de las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española en el horizonte 2022-2025.
- Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB de nuestro país crecerá a tasas del 4,6 %, el 1,3 %, el 2,7 % y el 2,1 % en 2022, 2023, 2024 y 2025, respectivamente. En comparación con las proyecciones publicadas en octubre, las actuales comportan una ligera revisión al alza del crecimiento del PIB en 2022, de 0,1 pp, fundamentalmente como consecuencia de un avance más intenso de lo proyectado en octubre para la segunda mitad del año. Sin embargo, el crecimiento previsto para 2023 se revisa ligeramente a la baja, en 0,1 pp, hasta el 1,3 %, debido, sobre todo, al empeoramiento del contexto exterior. También se revisa a la baja, en 0,2 pp, el crecimiento medio del producto en 2024, hasta el 2,7 %, fundamentalmente debido al supuesto incorporado acerca de la extensión en 2023 de una parte de las medidas en vigor durante 2022 para reducir el impacto de la crisis energética, cuya retirada al comienzo de 2024 da lugar a un pequeño impacto negativo sobre la actividad en dicho ejercicio.
- Por otra parte, se revisa a la baja el ritmo de avance de los precios en 2022 y 2023, pero al alza en 2024, respecto a lo proyectado en octubre. En particular, se espera una inflación media en 2022 del 8,4 %, que se moderará a lo largo del horizonte de proyección hasta el 4,9 %, el 3,6 % y el 1,8 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente. En 2022, la revisión se debe principalmente a las sorpresas a la baja recientes, mientras que las revisiones para 2023 y 2024 se explican, fundamentalmente, por el supuesto relativo a la extensión de una parte de las medidas para reducir el impacto de la crisis energética a lo largo de 2023 y su posterior retirada en 2024.
- A corto plazo, los riesgos en torno a las proyecciones de crecimiento están orientados fundamentalmente a la baja, mientras que, en el caso de las proyecciones de inflación, predominan los riesgos al alza. Hacia el final del horizonte temporal considerado, los riesgos se encuentran, en términos generales, equilibrados.

Esquema 1

	2022	2023	2024	2025
PIB	4,6 % ↑ 0,1 pp	1,3 % ↓ 0,1 pp	2,7 % ↓ 0,2 pp	2,1 %
Inflación	8,4 % ↓ 0,3 pp	4,9 % ↓ 0,7 pp	3,6 % ↑ 1,7 pp	1,8 %

FUENTE: Banco de España.

Recuadros

Índice

Recuadro 1. Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2025): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2022

Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan el crecimiento del PIB al alza en el segundo semestre de 2022 y a la baja al inicio de 2023, en ambos casos en una cuantía muy pequeña. Por otra parte, se revisa a la baja el ritmo de avance de los precios en 2022 y 2023, pero al alza en 2024, respecto a lo proyectado en octubre. 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, en el corto plazo, y equilibrados hacia el final del horizonte de proyección.

Recuadro 2. Evolución de los inventarios de gas natural en 2022 y 2023 en las economías de la Unión Europea bajo dos escenarios hipotéticos

Durante los últimos meses, los países de la UE han reducido considerablemente su dependencia de las importaciones rusas de gas, lo que les ha permitido incrementar el nivel de inventarios de este hidrocarburo hasta máximos multianuales. No obstante, aún persiste una considerable incertidumbre acerca de en qué medida el abastecimiento de gas en la UE estará plenamente garantizado en los dos próximos inviernos, si bien este riesgo sería reducido en España.

Recuadro 3. La respuesta asimétrica de los precios industriales al encarecimiento del gas y del petróleo

A lo largo de los últimos trimestres, los precios industriales se han incrementado de forma considerable en nuestro país, si bien la evolución de estos ha mostrado una elevada heterogeneidad entre las distintas ramas manufactureras. Esta heterogeneidad podría venir explicada por el hecho de que la traslación a los precios industriales de un encarecimiento de la energía muestra notables diferencias por ramas de actividad, en gran medida como

consecuencia de la dependencia energética de cada rama. En el conjunto de las manufacturas, las fluctuaciones en el precio del petróleo se trasladan de forma prácticamente inmediata a los precios industriales, mientras que la traslación es más lenta y persistente en el caso de fluctuaciones en el precio del gas natural.

Recuadro 4. La posible sensibilidad del consumo de gas natural y de electricidad en España ante diferentes escenarios climatológicos en el invierno 2022-2023

Las oscilaciones en la temperatura representan un condicionante fundamental de la demanda de energía —gas natural y electricidad— de las familias y pymes en nuestro país. El cambio en los patrones de consumo energético observado en los últimos meses podría suponer, si el invierno 2022-2023 fuera tan cálido como el del pasado año, una reducción de hasta el 10 % interanual en el consumo de gas natural en España. No obstante, si el invierno 2022-2023 fuera tan frío como el invierno 2004-2005, el consumo de gas natural en nuestro país podría aumentar en torno a un 25 % con respecto al del año pasado.

Recuadro 5. El impacto de la bolsa de ahorro acumulada por los hogares durante la pandemia sobre la evolución reciente del consumo y sobre sus perspectivas en el futuro

Solo un 15 % de las familias que ahorraron al comienzo de la pandemia habrían recurrido después a dicho ahorro para financiar sus gastos. El consumo de estas familias habría crecido más que el del resto de los hogares, aunque el impacto sobre el consumo agregado sería modesto. Las expectativas de gasto de los hogares que ahorraron durante la pandemia son muy similares a las del resto de los hogares, lo que sugiere que el ahorro acumulado durante la pandemia no proporcionará un impulso significativo al consumo agregado en los próximos trimestres.

Recuadro 1

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

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

Actividad

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

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

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

Cuadro 1
Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

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

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

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

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

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

Recuadro 1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Recuadro 1

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

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

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

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

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

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

Esquema 1

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

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

FUENTE: Banco de España.

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

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

Recuadro 1

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

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

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

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

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

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

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

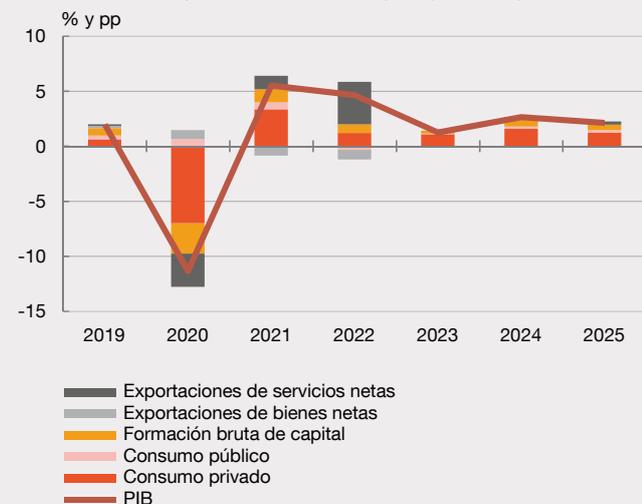
En comparación con las proyecciones anteriores, las actuales comportan una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2022 de 0,1 puntos porcentuales (pp) (véase cuadro 3). Esta revisión es el resultado de una evolución de la actividad, en los dos últimos trimestres de este año, algo más favorable que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

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

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

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

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2025): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2022 (cont.)
Gráfico 1
 Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes

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

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

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

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

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

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

Recuadro 1

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

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

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

Cuadro 3

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

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

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

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

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

Recuadro 1

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

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

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

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

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

Gráfico 3
Contribuciones al crecimiento del IAPC por componentes

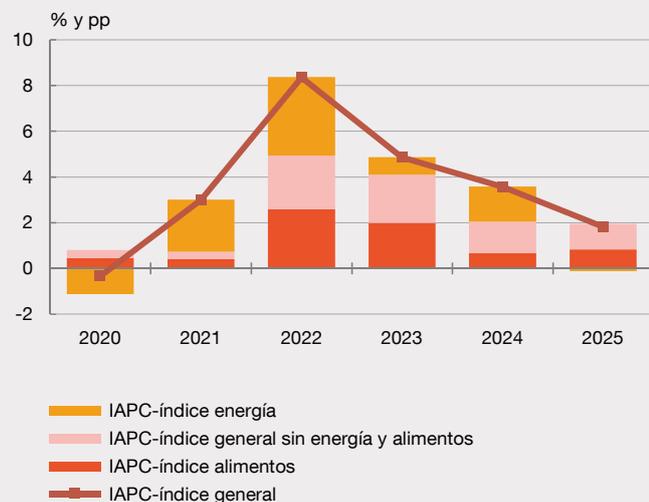
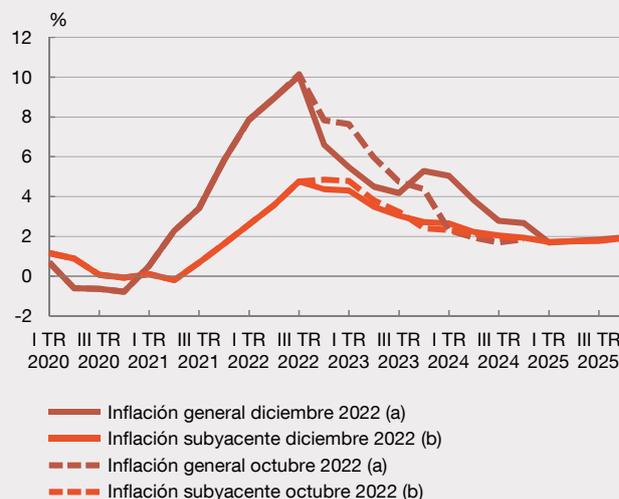


Gráfico 4
Evolución de la inflación general y de la subyacente



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

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

Recuadro 1

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

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

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

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

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

Riesgos

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

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

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

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

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

Recuadro 1

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

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

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

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

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

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

ANEJO**Supuestos que subyacen a las proyecciones**

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

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

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

Recuadro 1

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

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

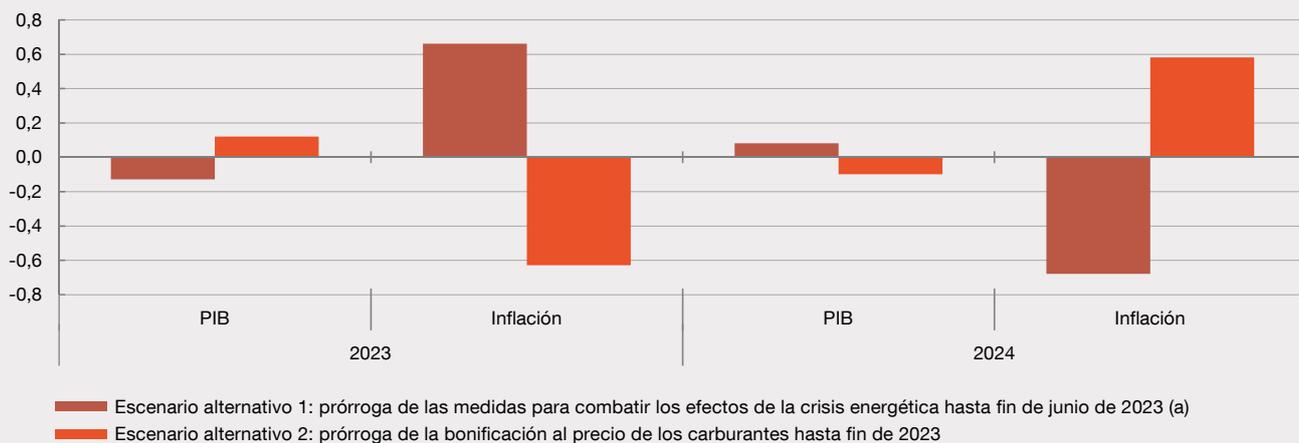
su impacto positivo sobre la recaudación de los dos próximos años desaparece en 2025.

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

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

Gráfico 5

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



FUENTE: Banco de España.

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

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

Recuadro 1

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Recuadro 1

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

Esquema 2

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

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

FUENTE: Banco de España.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN DE LOS INVENTARIOS DE GAS NATURAL EN 2022 Y 2023 EN LAS ECONOMÍAS DE LA UNIÓN EUROPEA BAJO DOS ESCENARIOS HIPOTÉTICOS

Irma Alonso, Lucía López, Daniel Santabárbara y Marta Suárez-Varela

Desde el inicio del conflicto bélico en Ucrania, el suministro de gas ruso a la Unión Europea (UE) —que en 2021 supuso el 40 % de todas las importaciones de gas de la UE— ha caído casi un 80 %. Esto ha supuesto un considerable desafío para las economías europeas, que han tenido que enfrentar una extraordinaria escalada en los precios de este insumo —incluso a pesar de la senda descendente que dichos precios han mantenido en los últimos meses (véase gráfico 1)— y desplegar un amplio abanico de medidas para tratar de reducir en el corto plazo su dependencia de las importaciones de gas natural ruso —muy heterogénea por países (véase gráfico 2)—.

En términos generales, a lo largo de los últimos meses, los países de la UE han mostrado una capacidad relativamente elevada para reducir su dependencia de las importaciones rusas de gas, lo que les ha permitido incrementar el nivel de los inventarios de este combustible fósil hasta máximos multianuales (véase gráfico 3). Esto se ha logrado, fundamentalmente, a través de dos vías. Por un lado, por medio del aumento de las importaciones de gas por gaseoducto provenientes, sobre todo, de Noruega, el norte de África y Azerbaiyán, y de un mayor recurso al gas natural licuado (GNL) —importado, especialmente, de Estados Unidos, Catar y Nigeria—. Por otro lado, a través de una reducción en el consumo de gas. En efecto, desde el inicio de la guerra en Ucrania, dicho consumo ha caído un 11 % en el conjunto de la UE respecto a la media de los últimos años, si bien con una notable heterogeneidad por países, agentes y sectores (véase gráfico 4).

A pesar de que, hasta el momento, la capacidad de respuesta de las economías europeas a la crisis energética ha sido encomiable, aún persiste una considerable incertidumbre acerca de en qué medida estará plenamente garantizado el abastecimiento de gas en la UE, no solo en el invierno 2022-2023, sino también en el invierno

2023-2024¹. Entre otros factores, ello dependerá de cómo se adapte la demanda europea de energía en los próximos trimestres, de la capacidad para acceder a nuevas fuentes de suministro, de la meteorología y del grado de solidaridad entre los distintos países de la UE.

En este sentido, conviene recalcar que, aunque la crisis energética actual es una perturbación común para toda la UE, su impacto es profundamente asimétrico entre los distintos Estados miembros. Además, la capacidad para mitigar estas asimetrías en el corto plazo es relativamente limitada, dado el reducido nivel de interconexiones que existen en la actualidad entre los distintos mercados energéticos europeos. Así, por ejemplo, países como España, que presentan una considerable capacidad regasificadora y una reducida exposición a los flujos de gas ruso, disponen de un margen muy limitado para exportar gas a otros países centroeuropeos, como Alemania —muy expuesta al gas ruso y con poca capacidad regasificadora en el corto plazo—, dado el nivel existente de interconexiones energéticas.

En este contexto, el objetivo de este recuadro es evaluar, para las distintas economías de la UE, el riesgo de un eventual desabastecimiento de gas en los próximos trimestres. Para ello, se consideran dos escenarios hipotéticos, que asumen el cierre total de los flujos de gas procedentes de Rusia². Ambos escenarios incorporan, además, los acuerdos de solidaridad existentes entre algunas economías europeas, a través de los cuales se comprometen a compartir sus excedentes de gas. Por tanto, dichas economías son consideradas, a efectos de este ejercicio, como una única área geográfica³.

En un escenario benigno, se supone que se reduce la demanda de gas natural europea —gracias a una favorable meteorología y al cumplimiento de los objetivos

- 1 En este recuadro se utiliza el término «invierno» para designar el período de mayor consumo de gas, que se extiende del mes de noviembre al mes de abril de cada año.
- 2 En ambos escenarios se simula el grado de resistencia del mercado de gas para cada economía de la UE hasta mayo de 2024 teniendo en cuenta: i) su nivel de inventarios y capacidad de almacenamiento; ii) el potencial de importación de gas natural de orígenes distintos al ruso —lo que a su vez exige tomar en consideración el grado de interconexión entre países, el volumen de importación de gas y la capacidad de las plantas de regasificación—, y iii) su propia producción de gas. Otros supuestos del ejercicio están relacionados con el acceso de los países de la UE al GNL (independientemente de su precio) y con la estabilidad de los patrones de reexportación de gas.
- 3 Véase Haas, Kozluk y Sarcina (2022), «Emergency plans and solidarity: Protecting Europe against a natural gas shortage», para los detalles acerca de los seis acuerdos bilaterales de solidaridad actuales. En conjunto, estos acuerdos definen tres áreas de solidaridad: i) Alemania, Austria y Dinamarca; ii) Estonia, Finlandia, Letonia y Lituania, y iii) Eslovenia e Italia. Estos acuerdos bilaterales establecen que, si uno de los países tiene dificultades para asegurar el abastecimiento de gas a pesar de haber reducido ya su consumo en sus sectores no esenciales, la otra economía firmante se compromete a compartir sus inventarios incluso si ello implica reducir el consumo de gas en sus sectores no esenciales.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN DE LOS INVENTARIOS DE GAS NATURAL EN 2022 Y 2023 EN LAS ECONOMÍAS DE LA UNIÓN EUROPEA BAJO DOS ESCENARIOS HIPOTÉTICOS (cont.)

Gráfico 1
Evolución de los precios mayoristas del gas natural en Europa



Gráfico 2
Dependencia del gas natural de Rusia, 2020 (a)

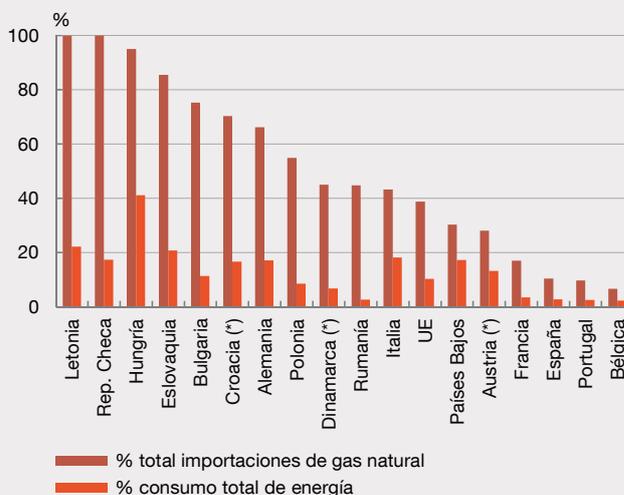


Gráfico 3
Inventarios de gas natural

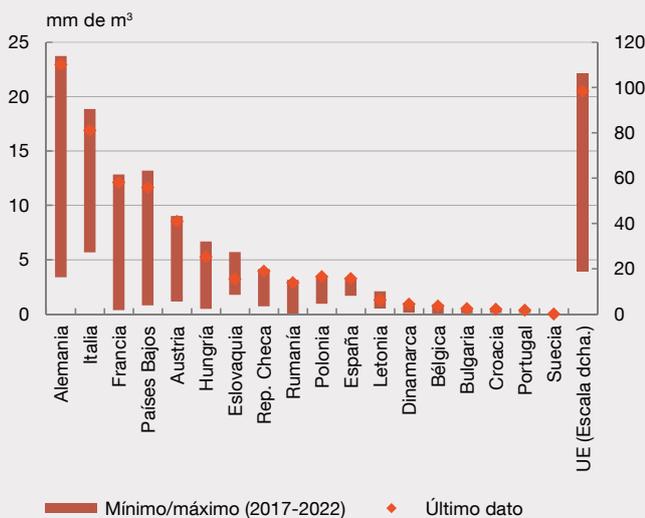
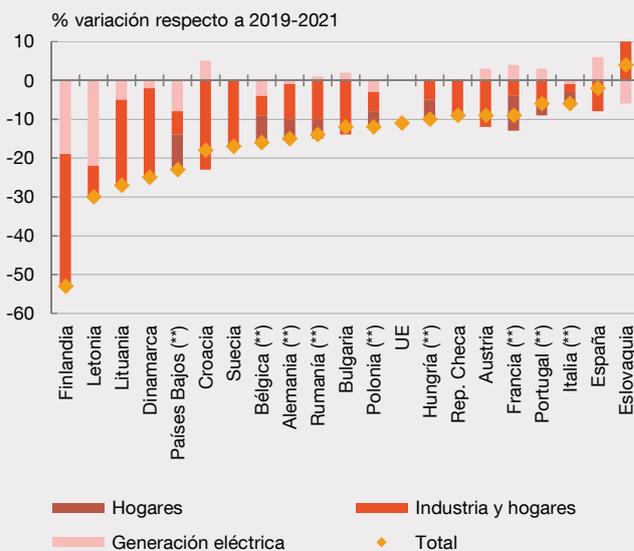


Gráfico 4
Consumo de gas natural, 2022 (b)



FUENTES: Agencia Internacional de la Energía, Bruegel, Eurostat, FMI y Gas Infrastructure Europe.

- a En las economías señaladas con un asterisco (*) se imputan las importaciones de Rusia de acuerdo con los criterios de Eurostat recogidos en el documento «Energy mix dependency imports».
- b La variación es sobre el consumo promedio de enero a noviembre e incluye la desagregación entre generación eléctrica y hogares e industria según las estimaciones de McWilliams y Zachmann (2022). En los países señalados con dos asteriscos (**) se cuenta con información para desagregar el consumo de industria y hogares.

Recuadro 2

EVOLUCIÓN DE LOS INVENTARIOS DE GAS NATURAL EN 2022 Y 2023 EN LAS ECONOMÍAS DE LA UNIÓN EUROPEA BAJO DOS ESCENARIOS HIPOTÉTICOS (cont.)

de reducción de consumo de la UE⁴— y se materializan los planes de expansión de la oferta anunciados por los Estados miembros⁵. Por su parte, en un escenario adverso, se asume que los inviernos de 2022-2023 y 2023-2024 son más fríos de lo habitual, lo que conlleva una mayor demanda de gas⁶. Al mismo tiempo, se considera que solo la mitad de la reducción observada en el consumo de gas en los últimos meses es estructural

—el resto habría sido fruto de factores coyunturales transitorios— y que se produce un retraso de seis meses en los planes de expansión de la oferta.

De acuerdo con estos supuestos, en el escenario benigno, solo Bulgaria y Bélgica, de entre las principales economías europeas, se encontrarían en una situación de riesgo de desabastecimiento en el invierno de 2022-2023 —a no ser

Cuadro 1

Escenarios de riesgos de desabastecimiento en la Unión Europea para los inviernos 2022-2023 y 2023-2024



FUENTE: Elaboración propia.

NOTAS: Los datos representados en el mapa de riesgos se corresponden con el mínimo en los meses de invierno (de noviembre a abril) de la ratio de inventarios sobre el consumo mensual en porcentaje. El escenario benigno presupone una demanda de gas natural contenida gracias a condiciones climatológicas favorables y a la consecución de los objetivos de la Comisión Europea, y la materialización de los proyectos anunciados de regasificación y de producción. En el escenario adverso, el consumo es mayor debido a los dos inviernos fríos y a una caída del consumo de la mitad de la observada hasta la actualidad. En este escenario, los proyectos de oferta se retrasan seis meses. Se agrupan aquellos países con acuerdos de solidaridad ya firmados por el compromiso de compartir sus excedentes. Se omiten aquellos países cuya disponibilidad de datos es insuficiente.

4 Se asume que el consumo se reduce de acuerdo con los objetivos de la Comisión Europea (que incluyen la aplicación de exenciones y derogaciones heterogéneas por países) respecto al patrón medio de los últimos cinco años.

5 Los nuevos proyectos de GNL anunciados podrían incrementar la capacidad de suministro de la UE en un 12,5% y en un 20% del consumo anual de gas natural a finales de 2023 y 2024, respectivamente. Véase Sgaravati, Tagliapietra y Trasi (2022), «National energy policy responses to the energy crisis».

6 En particular, se asume que el incremento del consumo de gas en el período de noviembre a abril en 2022-2023 y 2023-2024 es equivalente al del mayor consumo en el mismo período de los últimos cinco años.

Recuadro 2

**EVOLUCIÓN DE LOS INVENTARIOS DE GAS NATURAL EN 2022 Y 2023 EN LAS ECONOMÍAS DE LA UNIÓN EUROPEA
BAJO DOS ESCENARIOS HIPOTÉTICOS (cont.)**

que registraran una reducción de su consumo de gas mayor que la asumida—, y solo Bulgaria mantendría ese riesgo para el invierno de 2023-2024 —dado que Bélgica tendría la posibilidad de expandir su capacidad de importación de GNL en 2023— (véase cuadro 1). En el escenario adverso, el riesgo de desabastecimiento de gas durante este invierno sería más acentuado en Bulgaria y Bélgica, pero no afectaría a más economías. Sin embargo, en el invierno de 2023-2024, no solo estos países deberían enfrentarse a un riesgo de desabastecimiento, sino también Rumanía y Polonia, y el área compuesta por Alemania, Austria y Dinamarca. Por su parte, España no se vería expuesta a riesgos de desabastecimiento de gas en ninguno de los dos escenarios hipotéticos considerados.

En un contexto caracterizado por una extraordinaria incertidumbre, es imprescindible interpretar con la debida cautela las simulaciones presentadas en este recuadro, pues estas solo suponen una primera aproximación

tentativa a la posible evolución futura de la demanda y de la oferta de gas en las distintas economías de la UE, bajo diferentes supuestos cuya probabilidad de materialización es muy incierta. En este sentido, los diferentes estudios publicados recientemente que han analizado el riesgo de un posible desabastecimiento futuro de gas en la UE no ofrecen una visión completamente uniforme. Así, por ejemplo, en línea con los resultados presentados en este recuadro, la Agencia Internacional de la Energía señala que la reposición de los inventarios en el verano de 2023 sería muy difícil, lo que derivaría en escenarios de riesgo de desabastecimiento en el invierno de 2023-2024. En cambio, otros organismos, como la OCDE, apuntan a que un invierno frío podría conducir a problemas de suministro ya en el invierno de 2022-2023⁷. Ninguno de estos trabajos aborda los riesgos de desabastecimiento desde la perspectiva de la heterogeneidad entre los países de la UE. A la luz de estas discrepancias, se recomienda, de nuevo, interpretar los resultados presentados en este recuadro con la debida cautela.

7 Véanse Agencia Internacional de la Energía (2022), «Never Too Early to Prepare for Next Winter: Europe's Gas Balance for 2023-2024», y OCDE (2022), «Paying the Price of War. OECD Economic Outlook, Interim Report September 2022».

Recuadro 3

LA RESPUESTA ASIMÉTRICA DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES AL ENCARECIMIENTO DEL GAS Y DEL PETRÓLEO

José Elías Gallegos y Javier Quintana

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 16 de diciembre

Un estudio reciente del Banco de España¹ analiza la evolución del sector manufacturero español a lo largo de los últimos trimestres desde el punto de vista de la producción. Este trabajo pone de manifiesto la existencia de una considerable heterogeneidad en cuanto al dinamismo de la actividad productiva de las distintas ramas manufactureras en nuestro país y apunta a que dicha heterogeneidad podría responder, al menos en parte, a las diferencias que se observan entre ramas en términos de la intensidad de su consumo energético y de su exposición a la reactivación de las actividades sociales —por un lado— y a los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros —por otro—.

Como complemento a dicho trabajo, el objetivo de este recuadro es analizar la evolución reciente de los precios industriales en España, valorar si el comportamiento de estos precios muestra diferencias importantes entre las principales ramas manufactureras y determinar en qué medida dichas diferencias pueden ser el reflejo de asimetrías sectoriales en cuanto al proceso de traslación a los precios industriales de las acusadas fluctuaciones que se han observado en los precios del petróleo y del gas natural en los últimos trimestres (véase gráfico 1).

De acuerdo con el índice de precios industriales (IPRI)², elaborado por el Instituto Nacional de Estadística, los precios de producción de la industria en España —excluida la energía— se situaron en octubre de este año un 22 % por encima del nivel que registraron en enero de 2021 (véase gráfico 2). No obstante, tanto la magnitud como el perfil temporal de este incremento en los precios industriales han sido muy heterogéneos entre las distintas ramas manufactureras. En particular, en las ramas productoras de bienes intermedios el alza de los precios se produjo de forma más temprana que en el resto de las ramas, e incluso se observa una cierta moderación en dicha tendencia alcista en los últimos meses. En cambio, en el caso de las ramas productoras de bienes de equipo y de bienes de consumo, el aumento de los precios se inició de manera más tardía y aún no se atisban indicios claros de moderación.

Esta heterogeneidad sectorial en la evolución de los precios industriales podría estar reflejando —al igual que se documenta en el trabajo ya mencionado, que estudia el comportamiento reciente de la producción industrial por ramas— el distinto grado de exposición de las diferentes ramas manufactureras a la recuperación de la demanda, a los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros y al encarecimiento de la energía. Respecto a la relevancia de este último factor, se observa, en efecto, una fuerte asociación positiva entre el alza de los precios industriales y el peso del gasto de cada sector en materias primas energéticas sobre el valor total de su producción (véase gráfico 3)³. Asimismo, al objeto de analizar las diferencias en el perfil temporal de la evolución de los precios industriales, se estiman, para cada rama de actividad, dos modelos econométricos⁴ que relacionan la evolución de los precios de producción con la de los precios del petróleo y del gas natural, respectivamente. Con ello se pretende caracterizar cómo ha sido, históricamente, el proceso de traslación de los precios del petróleo y del gas natural a los precios de producción de cada una de las ramas industriales.

El cuadro 1 muestra, mes a mes, la respuesta estimada de los precios de producción de cada rama de actividad ante un aumento del precio del petróleo (panel izquierdo) y del gas natural (panel derecho). De acuerdo con los resultados obtenidos para el conjunto de la industria, un incremento en el precio del petróleo se traslada de forma prácticamente inmediata a los precios industriales, si bien la traslación es más tardía en el caso del gas natural. En particular, el alza en el precio del petróleo se refleja en las tasas intermensuales de los precios industriales de forma inmediata, mientras que el alza en el precio mayorista del gas natural comienza a reflejarse en los precios de la industria a partir del tercer mes. Además, las presiones inflacionistas sobre los precios industriales presentan una naturaleza más transitoria en el caso del petróleo —los efectos estimados no son significativos a partir del cuarto mes—, mientras que las fluctuaciones en los precios del

1 Véase “La evolución reciente del sector manufacturero en España”, recuadro 2, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

2 El IPRI recoge los precios de venta —a salida de fábrica— de los establecimientos industriales, excluyendo los gastos de transporte y comercialización, el IVA y otros impuestos indirectos.

3 Este porcentaje incluye tanto el gasto en energía realizado de manera directa por las propias industrias como el realizado de manera indirecta a través de las compras a sus proveedores. Para este cálculo se utilizan las *tablas input-output globales ICIO, de la OCDE*.

4 Los modelos se estiman por el método de proyecciones locales de Ö. Jordà (2005), «Estimation and inference of impulse responses by local projections», *American Economic Review*, 95, pp. 161-182. La muestra abarca desde enero de 2016 hasta octubre de 2022, y todas las variables se incluyen en términos de variaciones intermensuales.

Recuadro 3

LA RESPUESTA ASIMÉTRICA DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES AL ENCARECIMIENTO DEL GAS Y DEL PETRÓLEO (cont.)

gas natural continúan reflejándose en los precios industriales incluso transcurridos nueve meses⁵.

Existen dos razones principales que pueden explicar el mayor decalaje en la traslación de los precios del gas

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



Gráfico 2
Índice de precios industriales (b)

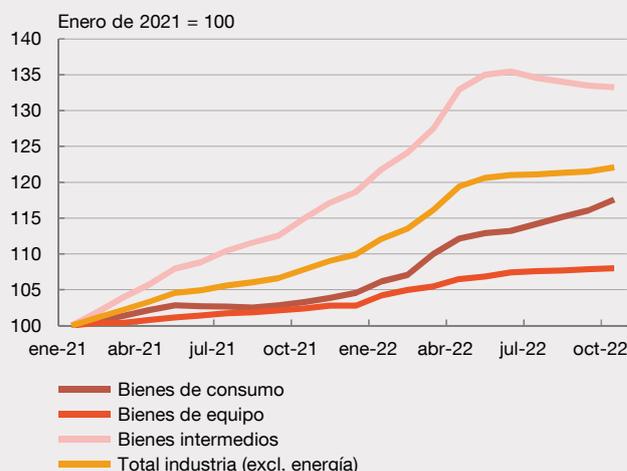


Gráfico 3
Dependencia energética y cambios de precios industriales (c)

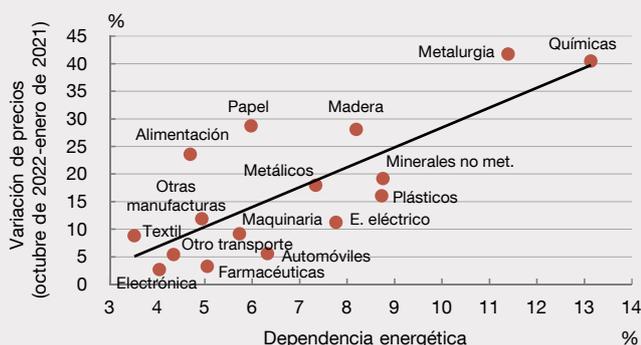
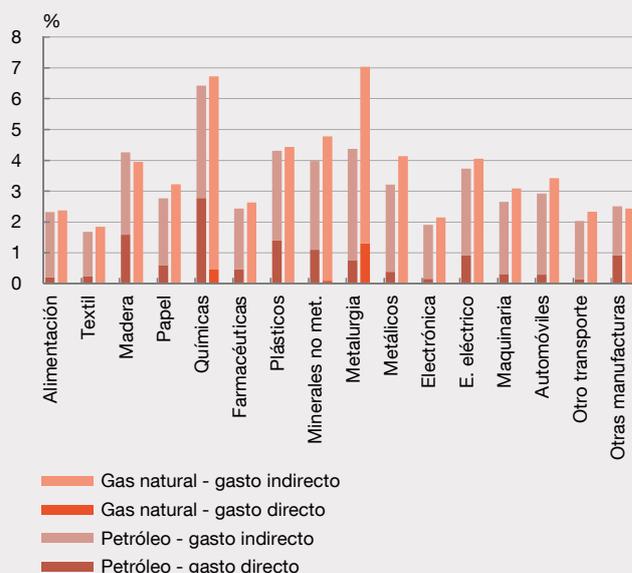


Gráfico 4
Gasto directo e indirecto en materias primas energéticas (d)



FUENTES: Federal Reserve Economic Data (FRED), Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS), Instituto Nacional de Estadística (INE) y tablas Inter-Country Input-Output (ICIO-2018, OCDE).

- a Variación del precio del barril de *Brent* y del índice MIBGAS respecto al 4 de enero de 2021.
- b Variación del nivel de precios industriales (IPRI) según destino económico de los bienes entre enero de 2021 y octubre de 2022.
- c Gasto total en petróleo y gas natural, directo e indirecto, dividido por el valor de la producción total.
- d Gasto realizado en cada materia prima de manera directa o incluido en las compras realizadas a otros suministradores.

5 Este resultado sería coherente con la elevada persistencia que se observa en la traslación de las fluctuaciones en los precios del gas natural a los precios de consumo. Véase, por ejemplo, “La traslación del incremento de los precios del gas natural a la inflación del área del euro y de la economía española”, recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 3/2022, Banco de España.

Recuadro 3

LA RESPUESTA ASIMÉTRICA DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES AL ENCARECIMIENTO DEL GAS Y DEL PETRÓLEO (cont.)

natural a los precios industriales en comparación con la traslación de los precios del petróleo. En primer lugar, la mayor importancia relativa de los contratos a largo plazo entre las empresas y los proveedores de insumos energéticos en el caso del gas natural. En efecto, la existencia de estos contratos retrasaría la traslación de las fluctuaciones en los precios mayoristas del gas a los costes de producción de las empresas y, por ende, a los precios finales de sus productos.

En segundo lugar, el hecho de que, en la mayoría de los sectores manufactureros españoles, el mix energético está sesgado hacia el consumo directo de productos derivados del petróleo —lo que genera una evidente transmisión directa de las fluctuaciones en su precio a

los costes de producción—, en detrimento del gas natural —cuyo encarecimiento afecta a los costes de producción (fundamentalmente, de manera indirecta), en la medida en que también se utilizan en la producción insumos procedentes de otros sectores que sí son intensivos en el uso de gas natural— (véase gráfico 4). En efecto, el hecho de que el peso del gas natural sea relativamente elevado en el mix energético de las ramas de actividad que producen bienes intermedios —y, en especial, en los sectores de metalurgia y de productos químicos— ayudaría a explicar la reacción más intensa y temprana de los precios industriales de estas ramas al encarecimiento de este insumo, que se aprecia en los resultados desagregados recogidos en el cuadro 1.

Cuadro 1

Respuesta de los precios de producción industrial a cambios de precios de materias primas energéticas

Meses transcurridos	Petróleo (Brent)										Gas natural (MIBGAS)									
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Total (excl. energía)	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
Bienes de consumo																				
Alimentación	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Textil	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Farmacéuticas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0
Bienes intermedios																				
Madera	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Papel	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3
Químicas	3,3	2,3	1,4	0,9	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4	0,7	0,9	1,0	1,1	1,1	0,9	0,5
Plásticos	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,1
Minerales no met.	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2
Metalurgia	2,4	1,9	1,3	0,8	0,6	0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,6	0,7	1,1	1,4	1,4	1,1	0,7	0,3
Metálicos	0,8	0,5	0,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4
Bienes de equipo																				
Electrónica	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
E. eléctrico	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4
Maquinaria	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Automóviles	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Otro transporte	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,2
Otras manufacturas	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2

FUENTES: Elaboración propia, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística (INE), Federal Reserve Economic Data (FRED) y Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS).

NOTAS: El cuadro muestra el cambio, en puntos porcentuales, de la tasa de crecimiento intermensual del precio de producción de cada respectiva rama de actividad a consecuencia de un aumento del 100 % del precio del barril de *Brent* (izquierda) o del índice MIBGAS (derecha). Cada columna muestra el resultado estimado de la regresión de las tasas intermensuales de precios de cada rama de actividad respecto de un cambio de los precios energéticos ocurrido el número de meses antes indicado en la cabecera de la columna. Una mayor intensidad en el color de las celdas se corresponde con un impacto estimado de mayor magnitud.

Recuadro 3

LA RESPUESTA ASIMÉTRICA DE LOS PRECIOS INDUSTRIALES AL ENCARECIMIENTO DEL GAS Y DEL PETRÓLEO (cont.)

En resumen, este recuadro evidencia que, a lo largo de los últimos trimestres, los precios industriales se han incrementado de forma considerable en nuestro país, si bien su evolución ha mostrado una elevada heterogeneidad entre las distintas ramas manufactureras. Dicha heterogeneidad podría venir explicada, en parte,

por el hecho de que el proceso de traslación a los precios industriales de un encarecimiento de la energía —del petróleo y/o del gas natural— también muestra notables diferencias por ramas de actividad, en gran medida como consecuencia de asimetrías en el mix energético de cada sector.

Recuadro 4

LA POSIBLE SENSIBILIDAD DEL CONSUMO DE GAS NATURAL Y DE ELECTRICIDAD EN ESPAÑA ANTE DIFERENTES ESCENARIOS CLIMATOLÓGICOS EN EL INVIERNO 2022-2023

José Luis Herrera, Aitor Lacuesta y María de los Llanos Matea

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 13 de diciembre

El invierno 2021-2022 fue el cuarto invierno más cálido en España desde 1961, de acuerdo con los registros de la **Agencia Estatal de Meteorología** (AEMET). En particular, en el período comprendido entre el 1 de diciembre de 2021 y el 28 de febrero de 2022, la media de la temperatura máxima diaria se situó 1,6 °C por encima del promedio histórico $-14,9\text{ °C}$. En cambio, el invierno 2004-2005 fue el cuarto más frío desde 1961, y en él la media de la temperatura máxima diaria se situó 1,3 °C por debajo del promedio histórico y 2,9 °C por debajo de la registrada en el invierno 2021-2022 (véase gráfico 1).

El objetivo de este recuadro es analizar, en primer lugar, en qué medida estas oscilaciones en la temperatura representan un condicionante fundamental de la demanda de energía en nuestro país. En segundo lugar, en un contexto en el que —principalmente como consecuencia de la invasión rusa de Ucrania— los mercados internacionales de materias primas energéticas están expuestos a una considerable volatilidad y existen dudas en cuanto a la posibilidad de que se produzcan problemas de desabastecimiento de gas en algunos países europeos¹, este recuadro plantea, de manera

tentativa, cuál podría ser la evolución del consumo de energía de las familias y las pymes españolas durante el invierno 2022-2023 ante diferentes escenarios climatológicos.

Los gráficos 2 y 3 ilustran la relación que existe entre la demanda que realizan las familias y las pymes españolas de gas natural y de electricidad —respectivamente— y la temperatura máxima diaria. A la luz de esta evidencia, resulta claro que la sensibilidad de la demanda de gas natural en nuestro país, ante cambios en la temperatura, es muy diferente de la que se aprecia en el caso de la demanda de electricidad.

Por un lado, la asociación entre temperatura máxima y consumo de gas natural es muy negativa para temperaturas bajas, pero se vuelve no significativa para temperaturas altas (véase gráfico 2). En particular, para un mismo descenso en la temperatura —por ejemplo, de 1 °C—, el consumo de gas natural de los hogares y las pymes se incrementa de forma apreciable cuando la temperatura máxima diaria ya se encuentra por debajo de los 20 °C, aproximadamente, pero apenas cambia si la temperatura máxima diaria se sitúa por encima de dicha referencia.

Gráfico 1
Temperaturas máximas en invierno



FUENTE: Agencia Estatal de Meteorología.

1 Para más detalles, véase el recuadro 2 de este Informe.

Recuadro 4

LA POSIBLE SENSIBILIDAD DEL CONSUMO DE GAS NATURAL Y DE ELECTRICIDAD EN ESPAÑA ANTE DIFERENTES ESCENARIOS CLIMATOLÓGICOS EN EL INVIERNO 2022-2023 (cont.)

Por otro lado, la relación entre consumo de electricidad² y temperatura máxima presenta forma de U (véase gráfico 3). Es decir, en los meses más fríos, el consumo de electricidad se incrementa ante descensos en la temperatura —debido al uso de la calefacción eléctrica—, mientras que, en los meses más cálidos, lo que conlleva un mayor consumo —debido al uso de aire acondicionado— es el aumento de la temperatura.

En cualquier caso, al comparar los gráficos 2 y 3, puede apreciarse que, durante los meses más fríos del año, el consumo de gas natural es más sensible que el consumo de electricidad ante cambios en las temperaturas. Esto es, un descenso de la temperatura provoca un mayor aumento relativo en el consumo de gas natural que en el de electricidad.

En la segunda parte de este recuadro, se considera un modelo basado en la metodología de [Bover et al. \(2022\)](#) para

tratar de estimar cómo podría cambiar el consumo de gas natural y de electricidad en nuestro país durante el invierno 2022-2023 ante diferentes escenarios climatológicos. En concreto, a partir de datos diarios del consumo de las familias y las pymes españolas de gas natural —entre marzo de 2019 y noviembre de 2022— y de electricidad —entre enero de 2015 y agosto de 2022—, se estima una relación logarítmica entre los niveles de consumo de cada uno de estos insumos energéticos, la temperatura máxima diaria y su cuadrado, y diferentes configuraciones de efectos calendario —año, mes, día de la semana y festivos—.

Una vez estimados estos modelos, se contemplan dos escenarios alternativos en cuanto a la posible evolución de la temperatura durante el invierno 2022-2023. En primer lugar, se considera, para el modo de «invierno cálido», que la temperatura durante este invierno se comporta de la misma manera que en el invierno 2021-2022. En segundo

Gráfico 2
Demanda de gas natural de hogares y pymes y temperatura máxima diaria (a)

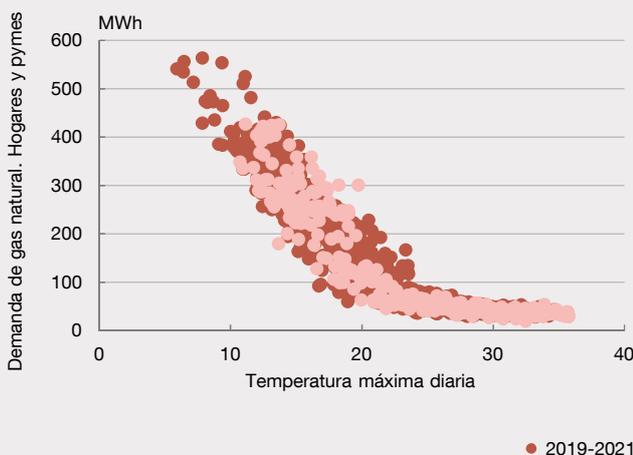
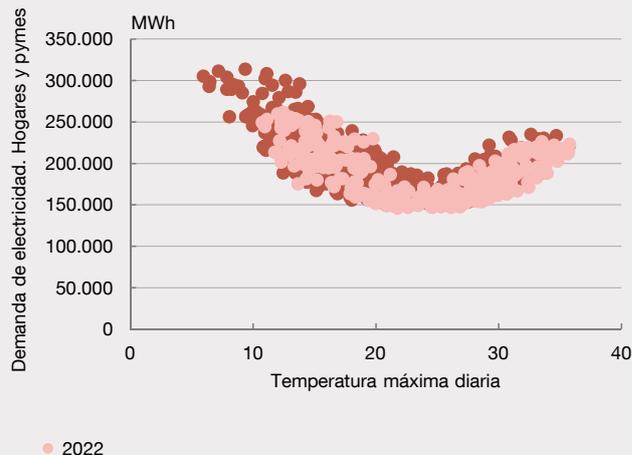


Gráfico 3
Demanda estimada de electricidad de hogares y pymes y temperatura máxima diaria (b)



FUENTES: Agencia Estatal de Meteorología, Enagas, Comisión Nacional del Mercado de Valores y Red Eléctrica ESIOS.

- a Gas natural diario doméstico, comercial y de pymes.
b La información se obtiene del resultado de la programación horaria del P48 en concepto de comercializadores de último recurso (CUR) de Red Eléctrica ESIOS. Esta información se multiplica por la información mensual de puntos de suministro provista por la CNMC según la fórmula $CUR \times (1 + \text{puntos de suministro de mercado libre} / \text{puntos de suministro de mercado regulado})$ para tener en cuenta posibles cambios en el número de hogares acogidos a diferente tarifa. De esta forma, se está asumiendo que, de media, los consumidores de último recurso y del mercado libre están consumiendo el mismo número diario de MW.

2 Para estimar el consumo de electricidad de los hogares y las pymes con consumos inferiores a 10 kW se utiliza información de Red Eléctrica ESIOS de la programación horaria del P48 en concepto de comercializadores de último recurso (CUR). La serie puede verse afectada no solo por cambios en el consumo por punto de suministro —que es el objeto de este recuadro—, sino también por cambios en el número de hogares y pymes acogidos a la tarifa regulada. Por este motivo, el consumo CUR se divide por el número de puntos de suministro en esta tarifa —datos mensuales provistos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores entre enero de 2015 y agosto de 2022— y se multiplica por el total de puntos de suministros.

Recuadro 5

EL IMPACTO DE LA BOLSA DE AHORRO ACUMULADA POR LOS HOGARES DURANTE LA PANDEMIA SOBRE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CONSUMO Y SOBRE SUS PERSPECTIVAS EN EL FUTURO

Carmen Martínez-Carrascal

Este recuadro fue publicado anticipadamente el 12 de diciembre

Es bien conocido que, durante las fases de mayor incidencia de la pandemia de COVID-19, los hogares españoles acumularon una cuantiosa bolsa de ahorro, como consecuencia, principalmente, de las dificultades que enfrentaron —en presencia de restricciones sanitarias relativamente severas— para consumir algunos de los bienes y —especialmente— de los servicios que formaban parte de su cesta de consumo habitual. Así, por ejemplo, Cuenca et al. (2021) señalan que, entre enero y septiembre de 2020, el ahorro de las familias españolas fue casi 4 puntos porcentuales (pp) del PIB superior al observado, en promedio, en los tres primeros trimestres de los cinco años anteriores.

Desde entonces, determinar en qué medida y a qué ritmo iban las familias españolas a recurrir a esta bolsa de ahorro acumulada para sostener o impulsar sus niveles de gasto ha sido una de principales fuentes de incertidumbre a la hora de valorar el grado de dinamismo que podría exhibir el consumo agregado en nuestro país. Todo ello, en una coyuntura extraordinariamente cambiante y compleja, en la que otros desarrollos —como el estallido de la guerra en Ucrania y el consiguiente incremento de la incertidumbre, el repunte de la inflación y el aumento de los tipos de interés— han condicionado sensiblemente las decisiones de ahorro y de gasto de los hogares.

En este contexto, el presente recuadro trata de abordar dos cuestiones relativamente acotadas: 1) en qué medida la bolsa de ahorro acumulada durante las fases iniciales de la pandemia ha permitido impulsar el consumo en nuestro país en los últimos trimestres, y 2) qué cabría esperar del recurso a dicha bolsa de cara a los próximos meses. Con tal fin, se explota la información contenida en la encuesta *Consumer Expectations Survey* (CES)¹, que elabora mensualmente el Banco Central Europeo y que incluye preguntas sobre las decisiones y las perspectivas de consumo y de ahorro de los hogares desde principios de 2020.

En cuanto a la primera pregunta, cabe resaltar que, de acuerdo con la CES, de entre los hogares españoles que ahorraron durante las fases iniciales de la pandemia —entre enero de 2020 y marzo de 2021—, aquellos que declaran haber recurrido a dicho ahorro para financiar sus gastos recientemente —entre julio de 2021 y julio de 2022— suponen un colectivo relativamente reducido. En particular, solo un 15 % de los hogares que elevaron su ahorro con el estallido de la crisis sanitaria habrían «desahorrado» con posterioridad. Ciertamente, el recurso por parte de estos hogares a los activos que habían acumulado previamente les habría permitido mantener, recientemente, una senda de consumo más dinámica que la del resto de las familias (véase gráfico 1)². No obstante, dado el reducido tamaño de este colectivo de hogares, esto no habría redundado en un impulso muy significativo para los niveles de gasto agregados.

En cuanto a la segunda cuestión, la ola de la CES que se llevó a cabo el pasado mes de septiembre apunta a que los hogares que ahorraron durante la pandemia no anticipaban entonces un mayor dinamismo de su consumo, en un horizonte de un año, que el que contemplaban los hogares que no habían ahorrado (véase gráfico 2). De acuerdo con esta evidencia, por tanto, no cabría esperar que el exceso de ahorro acumulado durante la pandemia, cuyo valor en términos reales ya se habría reducido de forma apreciable en los últimos meses debido al incremento de los precios, vaya a proporcionar un impulso muy significativo al consumo agregado de los hogares en los próximos trimestres.

En esta dirección apuntarían también diversos factores. En primer lugar, la mayor parte del exceso de ahorro acumulado durante la pandemia se concentra en familias de renta alta, que presentan una menor propensión marginal a consumir (véase gráfico 3)³. En segundo lugar, la considerable incertidumbre que caracteriza la coyuntura geopolítica y macrofinanciera actual habría incrementado, al menos en el corto plazo, el ahorro por motivos de precaución. Además,

1 Para más detalles, véanse, por ejemplo, K. Bańkowska et al. (2021), *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation*, Documento Ocasiona, 287, Banco Central Europeo, y D. Georganakos y G. Kenny (2022), «Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey», *Journal of Monetary Economics*, 129.

2 Controlando por distintas características del hogar, se aprecia que el crecimiento medio del consumo de los hogares que han «desahorrado» recientemente habría sido en torno a 2 pp superior al del resto de las familias que ahorraron durante la pandemia pero que no han recurrido a dicho ahorro posteriormente, y cuya probabilidad de gastar en vacaciones habría sido 5 pp más elevada.

3 En el gráfico 3 se definen como hogares de renta alta aquellos con ingresos por encima del percentil 60 de la distribución de esta variable. De acuerdo con la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV), el peso de estos hogares de renta alta en el conjunto de los hogares que ahorraron en un mes normal a lo largo de 2020 fue del 59 %.

Recuadro 5

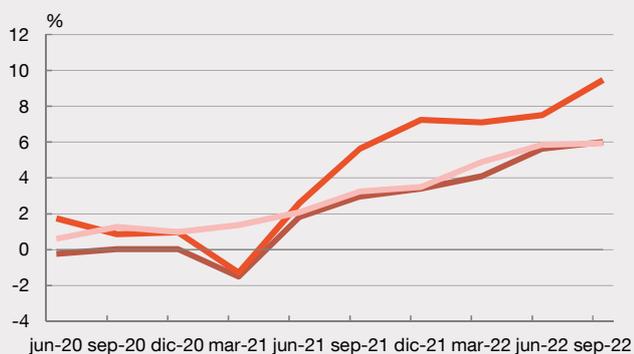
EL IMPACTO DE LA BOLSA DE AHORRO ACUMULADA POR LOS HOGARES DURANTE LA PANDEMIA SOBRE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL CONSUMO Y SOBRE SUS PERSPECTIVAS EN EL FUTURO (cont.)

el repunte significativo que se ha observado en el coste de la deuda en los últimos meses también podría incentivar a los hogares a destinar parte del ahorro acumulado, en lugar de al consumo, a la amortización de préstamos.

En resumen, de acuerdo con la evidencia presentada en este recuadro, la utilización de la bolsa de ahorro que los hogares españoles acumularon a comienzos de la pandemia habría tenido, por el momento, un impacto relativamente

modesto sobre la evolución del consumo agregado. Además, diversos factores sugieren que, en los próximos trimestres, no cabría esperar que dicho ahorro acumulado vaya a proporcionar un impulso muy significativo al gasto de las familias en nuestro país. En todo caso, el tamaño relativamente reducido de la muestra empleada en este análisis y diversas cuestiones relativas a su representatividad⁴ aconsejan valorar con la debida cautela la evidencia presentada en este recuadro.

Gráfico 1
Crecimiento del consumo nominal con respecto a doce meses antes.
Promedio trimestral



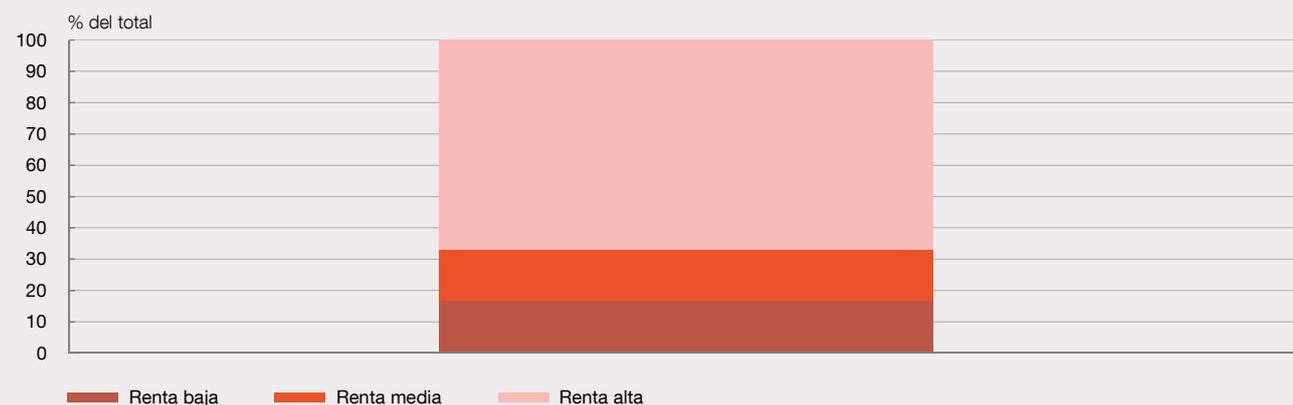
— Hogares que ahorraron en 2020 y no han desahorrado después
— Hogares que ahorraron en 2020 y han desahorrado entre julio de 2021 y julio de 2022
— Resto de los hogares

Gráfico 2
Crecimiento esperado del consumo nominal en los doce meses siguientes.
Promedio trimestral



— Hogares que ahorraron en 2020
— Resto de los hogares

Gráfico 3
Distribución por grupos de renta de los hogares que ahorraron entre enero de 2020 y marzo de 2021 (a)



— Renta baja — Renta media — Renta alta

FUENTES: *Consumer Expectations Survey* y cálculos propios.

a Los hogares de renta alta (baja) engloban aquellos con ingresos por encima (debajo) del percentil 60 (40) de la distribución de esta variable. Los hogares de renta media abarcan aquellos con ingresos entre el percentil 40 y 60 dicha distribución.

4 Por ejemplo, mientras que la CES señala que el 20% de los hogares españoles habrían ahorrado entre enero de 2020 y marzo de 2021, la ECV apunta a que el porcentaje de los hogares que habrían ahorrado al final de un mes normal durante 2020 habría ascendido hasta el 41%.