

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

## Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)

Esta sección describe los rasgos más destacados de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española, que terminaron de elaborarse a principios de marzo, antes de la reciente aparición de tensiones en los mercados financieros internacionales. Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB de nuestro país —que en 2022 avanzó un 5,5 % en términos reales— crecerá a tasas del 1,6 %, el 2,3 % y el 2,1 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente (véase cuadro 1)<sup>1</sup>. Por el lado de los precios, la inflación general —que en el promedio de 2022 se situó en el 8,3 %— descenderá hasta el 3,7 % en 2023, permanecerá prácticamente estable en 2024 —en el 3,6 %— y se reducirá hasta el 1,8 % en 2025. Por su parte, el componente subyacente de los precios crecerá un 3,9 % este año —una décima más que en 2022— y se desacelerará hasta el 2,2 % y el 1,8 % en los dos años siguientes.

### Actividad

**La actividad económica en España mostró un reducido dinamismo en el último trimestre de 2022.** En concreto, según los datos de avance publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el crecimiento del PIB fue, como en el tercer trimestre, del 0,2 %, una décima más de lo que el Banco de España había anticipado en sus proyecciones de diciembre<sup>2</sup>. La elevada inflación y el tensionamiento de las condiciones financieras configuraron, en los meses finales de 2022, un contexto complejo para la toma de decisiones de gasto de los agentes privados. Con este trasfondo, la demanda interna detrajo 0,9 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del producto en el cuarto trimestre, con descensos significativos del consumo privado y de la formación bruta de capital. En consonancia con esta debilidad de la demanda interna, se produjo también una caída de las importaciones. Esta fue significativamente mayor que la de las exportaciones, de modo que, en términos netos, la demanda exterior realizó una aportación positiva —de 1,1 pp— al crecimiento del PIB en este período. Cabe destacar, además, que, al publicar estos datos del cuarto trimestre de 2022, el INE también revisó los correspondientes al resto del año, que apuntan a un mayor dinamismo de la actividad —que el previamente estimado—, sobre todo en el segundo trimestre.

1 Las proyecciones incorporan la nueva información conocida desde la fecha de cierre de las anteriores hasta el 2 de marzo, fecha de cierre de las actuales —salvo en lo que respecta a los supuestos referidos a la evolución de los mercados de exportación, que proceden de las proyecciones macroeconómicas del Banco Central Europeo (BCE) para el área del euro de marzo—. Por consiguiente, no incluyen información relativa al episodio de fuertes tensiones en los mercados financieros que comenzó el 8 de marzo. Por el contrario, la nueva información considerada incluye la estimación de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del cuarto trimestre de 2022 —que supuso, además, revisiones significativas de los datos de los tres trimestres anteriores— y las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales del tercer trimestre del año pasado, junto con la información coyuntural de más alta frecuencia conocida en el período transcurrido desde la elaboración de las proyecciones anteriores. Además, se han considerado los cambios observados en los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para la proyección de los distintos agregados macroeconómicos (véase cuadro 2).

2 Banco de España. (2022). "Recuadro 1. Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2025): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones con el Eurosistema de diciembre de 2022". En Informe trimestral de la economía española. En *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022, pp. 37-48. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/22/T4/Fich/be2204-it-Rec1.pdf>

Cuadro 1

**Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025) (a)**

Tasas de variación anual (%)

	PIB				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
Marzo de 2023	5,5	1,6	2,3	2,1	8,3	3,7	3,6	1,8	3,8	3,9	2,2	1,8	12,9	12,7	12,3	12,0
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

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

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

**a** Fecha de cierre de las proyecciones: 2 de marzo de 2023.**b** Media anual.

Cuadro 2

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

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

	Proyecciones de marzo de 2023				Diferencia entre las previsiones actuales y las de diciembre de 2022 (b)		
	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mercados de exportación de España (c)	8,0	2,6	3,0	3,1	0,5	-0,1	0,0
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	103,7	81,9	77,2	73,6	-4,5	-2,5	-2,4
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,05	1,06	1,06	1,06	0,04	0,03	0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	112,1	114,0	113,9	113,9	2,8	2,6	2,6
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses. Nivel) (e)	0,3	3,5	3,7	3,2	0,6	1,0	0,7
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años. Nivel) (e)	2,2	3,7	3,9	4,0	0,8	0,8	0,8

**FUENTES:** Banco Central Europeo y Banco de España.

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

- a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 15 de febrero para los mercados de exportación de España y 2 de marzo de 2023 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, marzo de 2023*.
- d** Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e** Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

**Al inicio de 2023, el gasto de empresas y de hogares ha seguido viéndose lastrado por la conjunción de diversos factores adversos.** Entre dichos factores destaca la pérdida de poder adquisitivo acumulada por los hogares desde el comienzo del actual episodio inflacionista. La

prolongación de esta pérdida, aunque a menor ritmo, a lo largo de los últimos meses ha ido estrechando el margen para que sus efectos sobre el gasto puedan ser contrarrestados a través de disminuciones adicionales de la tasa de ahorro<sup>3</sup>. Un segundo factor que viene condicionando —de manera cada vez más intensa— el dinamismo del gasto de hogares y de empresas es el progresivo endurecimiento de las condiciones de financiación desde principios del año pasado, como resultado del cambio de tono de la política monetaria del área del euro en un contexto de elevadas presiones inflacionistas. En concreto, en términos acumulados, el BCE ha elevado sus tipos de interés oficiales en 3,5 pp desde julio del año pasado, de los cuales 1,5 pp son el resultado de decisiones adoptadas en sus tres últimas reuniones de política monetaria —en diciembre de 2022 y en febrero y marzo de este año—. En consonancia con este tensionamiento del tono de la política monetaria, el coste de la financiación de los agentes públicos y privados ha seguido aumentando en los últimos meses. De hecho, en el caso concreto del crédito bancario, la traslación del aumento de los tipos de interés de mercado al coste de las nuevas operaciones se ha intensificado en todos los segmentos, lo que ya se estaría viendo reflejado en una desaceleración de los flujos de financiación captados por las empresas y los hogares, que han pasado a mostrar ligeros descensos.

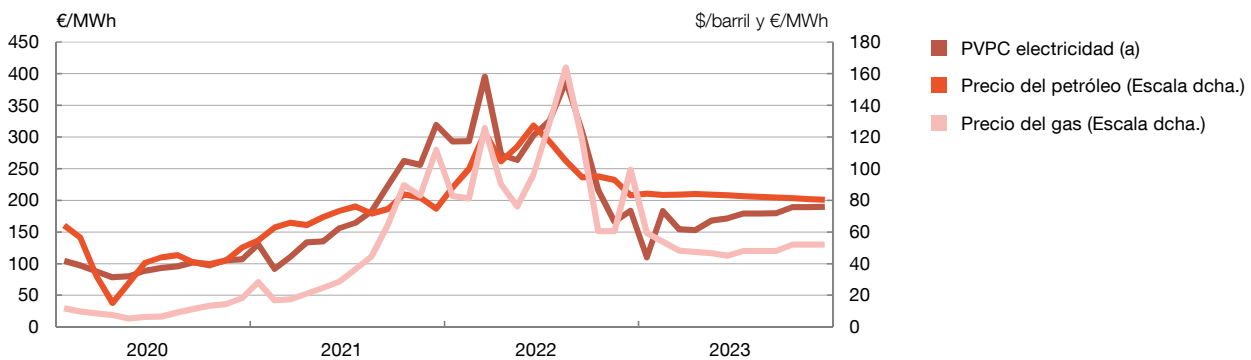
**El abaratamiento de la energía se contrapone a estos desarrollos menos favorables y ha contribuido, más recientemente, al dinamismo de la actividad agregada.** En la segunda mitad del año pasado, el precio del gas natural en los mercados europeos y en el mercado español inició una senda descendente, que se ha mantenido en los primeros meses de 2023 y ha supuesto una reversión —más acusada de lo previsto— de la perturbación de oferta negativa que las economías europeas sufrieron con especial intensidad en el tramo final de 2021 y en el primer semestre de 2022 (véase gráfico 1). De hecho, en la actualidad la cotización de esta materia prima se sitúa en niveles similares, o incluso inferiores, a los previos a la guerra en Ucrania, gracias a la reducción de su demanda —propiciada por las temperaturas suaves de la primera mitad del invierno y las medidas adoptadas para desincentivar su consumo— y a la diversificación de las fuentes de suministro. Todo ello ha propiciado que las reservas almacenadas de gas en Europa superen los niveles habituales para esta época del año, lo que ha alejado el riesgo de cortes de suministro y ha favorecido la recuperación de la confianza de los agentes económicos y el dinamismo de la actividad.

**Además, la reapertura de la economía china tras el levantamiento de su política de «COVID cero» ha contribuido a una mejora de las perspectivas de la actividad a escala global.** Los efectos de esta reapertura sobre las dinámicas de la inflación a escala mundial son, en todo caso, de una magnitud e, incluso, de un signo inciertos. Por una parte, en un contexto de menores restricciones sanitarias en China, el mayor dinamismo de la actividad en esta economía asiática comportará, previsiblemente, una mayor demanda de bienes producidos en el resto del mundo y de materias primas, lo que supondrá una cierta presión al alza sobre los precios a escala global

3 En todo caso, las medidas desplegadas por las autoridades para hacer frente a las consecuencias de la crisis energética, cuya vigencia temporal se ha extendido en diversas ocasiones, han seguido proporcionando un cierto apoyo al poder de compra de las rentas de hogares y de empresas. Para una evaluación del impacto de estas medidas sobre los hogares en función de su nivel de renta, véase Esteban García-Miralles (2023). “Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>

Gráfico 1

## 1.a Evolución de los precios de la energía



FUENTES: Mercado Ibérico del Gas, Operador del Mercado Ibérico-Polo Portugués y Reuters.

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

—desarrollo que, a su vez, podría requerir un tono más contractivo de la política monetaria de algunos de los principales bancos centrales mundiales, como el BCE—. Por otra parte, sin embargo, la reapertura de la economía china podría favorecer una disolución más rápida de los cuellos de botella que todavía subsisten en las cadenas productivas y logísticas globales, lo que contribuiría a mitigar las presiones inflacionistas que, aunque en menor grado que en trimestres anteriores, todavía existen como consecuencia de dichos desajustes entre la oferta y la demanda mundiales de determinados bienes.

**Como resultado conjunto de estos desarrollos, la evolución de la economía española en los primeros meses de 2023 estaría siendo, de acuerdo con la información aún incompleta que proporcionan los indicadores de actividad más recientes, algo más favorable de lo que se anticipaba en diciembre.** En esta dirección apunta, por ejemplo, la mejora gradual de los indicadores de confianza que se ha producido en los últimos meses. Entre los indicadores de naturaleza cuantitativa, el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social se intensificó en enero y, sobre todo, en febrero con respecto a los meses finales de 2022. Además, la recuperación de la actividad turística ha proseguido su curso, como apunta la estadística de las pernoctaciones de extranjeros, que, en enero, alcanzaron las cifras previas a la pandemia por primera vez desde el inicio de esta. Por otro lado, según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)<sup>4</sup>, la percepción de las empresas acerca de la evolución de su facturación en el primer trimestre de 2023 ha mejorado algo con respecto a las expectativas que estos mismos agentes albergaban, para este período, en la edición anterior de la encuesta. Tomando en consideración toda esta información, con las cautelas que se desprenden de su carácter parcial, se estima que el crecimiento intertrimestral del PIB en el primer trimestre del año se situará en el 0,3 %.

4 Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2023", *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2023, 21. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art21.pdf>

**A partir de la primavera, se espera que la actividad económica presente un grado de dinamismo creciente, si bien en una coyuntura aún muy incierta y en la que diversos factores seguirán induciendo una cierta debilidad sobre las dinámicas macrofinancieras de nuestra economía.** Al incremento en el ritmo de avance del producto contribuirán, entre otros factores, la disminución prevista de las presiones inflacionistas —con la consiguiente recuperación de la confianza y de las rentas reales de los agentes—, el final de las alteraciones que aún persisten en las cadenas de aprovisionamiento global y la intensificación del despliegue de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU). No obstante, el crecimiento económico se verá contenido por el posible tensionamiento adicional que podrían experimentar las condiciones financieras —de acuerdo con las expectativas actuales en los mercados financieros—, así como por la culminación de la traslación de los aumentos pasados en los tipos de mercado a los nuevos tipos del crédito y a la carga financiera de los agentes endeudados —esto es, por el impacto retrasado sobre la actividad que estaría asociado con el endurecimiento acumulado que ya se ha producido en el tono de la política monetaria—.

**En términos medios anuales, el avance del PIB se moderará sustancialmente en 2023, hasta el 1,6 %** (véanse cuadro 3 y gráfico 2). La desaceleración con respecto a 2022, de 3,9 pp, se explica por la debilidad de la actividad en el segundo semestre del pasado año —que ejerce un efecto arrastre negativo<sup>5</sup> sobre la tasa media de avance del PIB en 2023— y en el primer trimestre de este ejercicio, sin que dicha debilidad llegue a ser compensada por el crecimiento gradualmente mayor que se espera en el resto del año. No obstante, la intensificación progresiva del avance del producto a lo largo de 2023 —sustentada, fundamentalmente, en la recuperación del consumo privado y de la formación bruta de capital— permitirá alcanzar una tasa de crecimiento del 2,3 % en el promedio anual de 2024, antes de moderarse hasta el 2,1 % en 2025 —avance que aún estaría por encima de la tasa de crecimiento potencial de nuestra economía—. Bajo la trayectoria proyectada, el PIB español recuperará su nivel previo a la pandemia en el segundo semestre de este año.

**La creación de empleo se prolongará a lo largo del horizonte de proyección, en consonancia con el avance de la actividad.** El aumento de la ocupación permitirá que, a pesar del aumento de la población activa, la tasa de paro siga descendiendo.

**Las actuales proyecciones comportan, en comparación con las precedentes, una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2023 de 0,3 pp** (véase gráfico 3.a). Esta revisión es consecuencia, principalmente, del efecto arrastre sobre la tasa media anual de 2023 que se desprende del avance de la CNTR del cuarto trimestre de 2022 publicada por el INE a finales de enero. Como se ha mencionado, esta información provisional implica una revisión al alza sustancial en las tasas de crecimiento del PIB en el primer semestre de 2022 y una ligera sorpresa positiva en cuanto al ritmo de avance del producto en el último trimestre del año pasado en comparación con el contemplado en las previsiones del Banco de España de diciembre. Por su parte, los nuevos supuestos sobre los que se asienta el ejercicio de proyecciones también

5 José González Mínguez y Carmen Martínez Carrascal. (2019). “La relación entre las tasas de variación medias anuales y las intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2019, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/9691>

Cuadro 3

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

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

	2022	Proyecciones de marzo de 2023			Proyecciones de diciembre de 2022		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
PIB	5,5	1,6	2,3	2,1	1,3	2,7	2,1
Consumo privado	4,3	1,2	2,3	2,2	1,9	2,8	2,1
Consumo público	-0,9	0,5	0,8	1,2	0,3	0,9	1,2
Formación bruta de capital fijo	4,3	0,3	3,9	3,0	1,6	3,0	2,3
Exportación de bienes y de servicios	14,9	3,1	2,9	3,0	3,8	3,0	3,1
Importación de bienes y de servicios	7,7	1,8	3,1	3,1	4,3	2,5	2,9
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	1,0	2,3	2,1	1,4	2,4	1,9
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	2,6	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,2
PIB nominal	10,1	5,3	5,4	4,1	5,8	5,9	4,4
Deflactor del PIB	4,4	3,6	3,0	1,9	4,5	3,2	2,2
IAPC	8,3	3,7	3,6	1,8	4,9	3,6	1,8
IAPC sin energía ni alimentos	3,8	3,9	2,2	1,8	3,4	2,2	1,8
Empleo (horas)	4,1	0,9	1,3	1,0	0,5	1,6	1,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,9	12,7	12,3	12,0	12,9	12,2	12,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,1	2,3	2,1	1,5	2,1	2,4	2,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,6	-4,1	-3,5	-4,4	-4,1	-3,7	-4,5
Deuda de las AAPP (% del PIB)	113,1	111,1	108,8	109,9	110,6	108,8	109,8

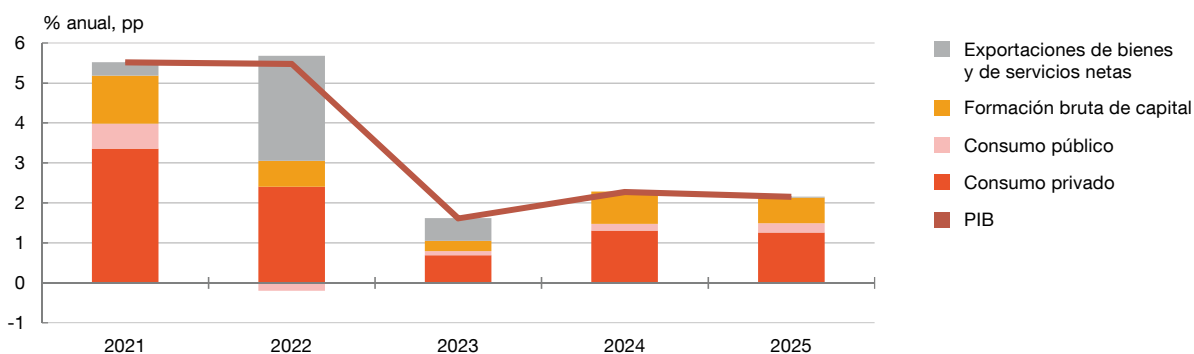
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 2 de marzo de 2023.

Gráfico 2

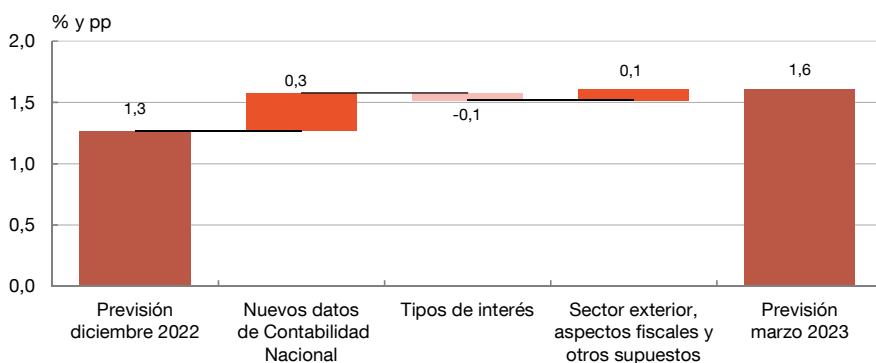
## 2.a Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes



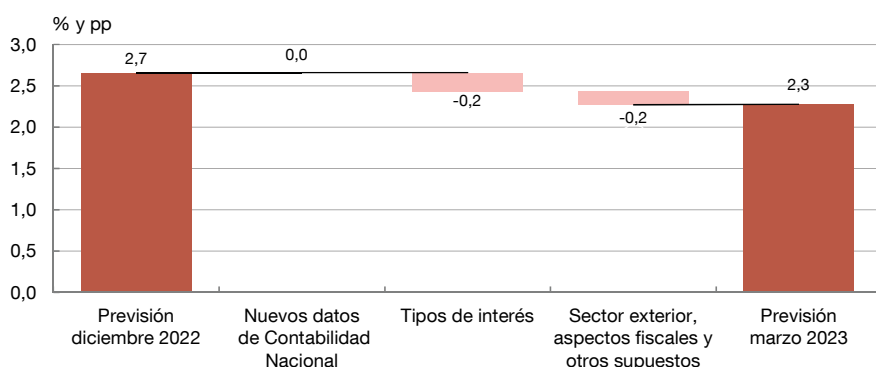
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Gráfico 3

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



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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

contribuyen, en términos netos, a elevar ligeramente el crecimiento del PIB en 2023. En particular, los supuestos referidos a los mercados exteriores y a las variables fiscales son ahora algo más favorables para el crecimiento en el año en curso, lo que compensa el impacto negativo asociado a la revisión al alza que se incorpora en cuanto a la evolución futura de los tipos de interés. En contraposición, los cambios en los supuestos se traducen en una revisión a la baja, de 0,4 pp, en el avance del PIB en 2024 (véase gráfico 3.b).

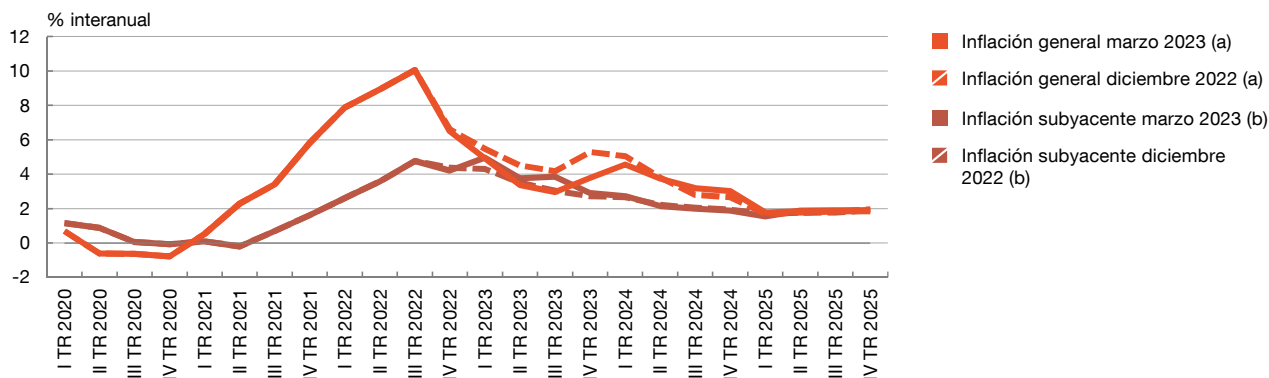
## Precios y costes

**La significativa reducción de los precios de los bienes de consumo energéticos en los últimos meses ha hecho que este componente de la inflación haya pasado a mostrar tasas de variación interanuales negativas desde el comienzo del año.** En particular, como ya se ha mencionado, el descenso de los precios del gas ha sido muy notable. La dinámica de los precios energéticos también se ha visto influida por dos factores adicionales: la finalización, al terminar el año pasado, del subsidio general de 0,2 euros por litro de combustible repostado —aspecto

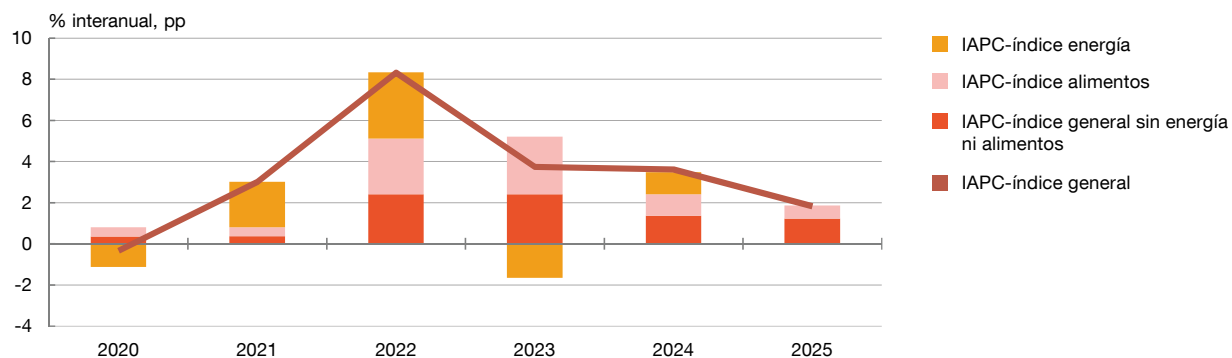


Gráfico 4

## 4.a Evolución de la inflación general y subyacente



## 4.b Evolución de la inflación y contribución de sus componentes



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

que ya estaba incorporado en el escenario central del ejercicio de previsiones del Banco de España de diciembre— y el cambio metodológico introducido por el INE a comienzos de 2023 en la medición de la evolución de los precios de la electricidad y del gas<sup>6</sup>.

**A pesar de la intensa corrección de los precios energéticos, la tasa de inflación general se ha elevado hasta el 6% en febrero, con lo que se ha interrumpido la senda descendente que esta variable presentó entre julio y diciembre de 2022** (véase gráfico 4.a). Este repunte ha reflejado la aceleración generalizada de la inflación de todos los agregados no energéticos: de los alimentos —cuya tasa de variación se ha visto moderada solo parcialmente por la rebaja del IVA aprobada para

6 En concreto, a partir de enero se ha ampliado la cobertura de la tipología de contratos incluidos en el cálculo de los precios del gas y de la electricidad, al incorporar la parte relativa al mercado libre. Considerado aisladamente, se estima que este cambio habría contribuido a elevar la tasa de inflación general en enero en 0,4 pp.

algunos de ellos desde el comienzo del año<sup>7</sup>—, de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. En particular, la inflación subyacente ha aumentado desde el 4,1 % en diciembre hasta el 5,2 % en febrero, la tasa más alta desde el comienzo de la serie en 1997. Esta evolución de la inflación subyacente refleja, probablemente, el hecho de que la transmisión de los aumentos pasados de los costes energéticos a los precios finales de los bienes y servicios de consumo, que está sometida a ciertos desfases, no llegó a completarse plenamente en 2022. Además, la resistencia a la baja de la inflación subyacente quizá podría responder también a la existencia de una posible asimetría en los procesos de traslación a estos precios de las variaciones en los costes energéticos, de modo que la transmisión de una reducción de estos costes —como la observada recientemente— podría ser menos intensa o mostrar un mayor retardo que la asociada a un aumento de estos —como el que se produjo durante buena parte de 2021 y en el primer semestre de 2022—.

**En el período de proyección, se contempla una moderación gradual de la tasa de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) general desde sus niveles actuales.**

En 2023, esta evolución responderá principalmente a la reducción esperada de la contribución al avance de los precios del componente de energía (véase gráfico 4.b). La ralentización de este componente se explica por dos razones principales. La primera de ellas es la presencia de efectos base negativos, dado que el avance interanual de los precios en los próximos meses se calculará en comparación con los niveles observados en los mismos meses de 2022, que fueron muy elevados debido a la intensificación de la crisis energética que se produjo entonces. El segundo factor es el abaratamiento esperado de las materias primas energéticas en los próximos meses de acuerdo con sus cotizaciones en los mercados de futuros, que se traducirá en disminuciones adicionales en los precios de los carburantes y del gas. Como resultado de todo ello, la tasa de inflación descenderá, en términos de medias anuales, desde el 8,3 % en 2022 hasta el 3,7 % en 2023. El supuesto realizado de que las principales medidas desplegadas por las autoridades para mitigar los efectos de la crisis energética expirarán al final de 2023 impedirá que se observen reducciones adicionales significativas en la tasa de inflación general promedio en 2024. En particular, en dicho ejercicio la aceleración del componente energético prácticamente compensará la ralentización que se anticipa en la inflación subyacente y en la de los alimentos, de modo que la inflación general en 2024 se situará en el 3,6 %, antes de descender nuevamente en el último año del horizonte de proyección hasta el 1,8 %.

**La reducción de la tasa de inflación subyacente a lo largo del período de proyección se prevé más lenta que la de la inflación general (véase gráfico 4.a).**

De hecho, las dinámicas más recientes apuntan a que, a pesar de que la inflación subyacente empezará a moderarse en torno a la primavera, en el promedio de 2023 esta aumentará una décima con respecto a la observada en 2022, hasta el 3,9 %. La ralentización progresiva de la inflación subyacente se sustentará, fundamentalmente, en el desvanecimiento de las distorsiones que todavía persisten en las cadenas globales de suministro, en el impacto gradual del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda y en la progresiva traslación —con un cierto retardo— de las

7 Con el Real Decreto-ley 20/2022, de 27 de diciembre, se redujo el tipo del IVA del 4 % al 0 % hasta el 30 de junio para los siguientes alimentos: pan, harinas panificables, leche, queso, huevos, frutas frescas, hortalizas frescas, legumbres, patatas y cereales. Asimismo, se redujo el tipo del IVA del 10 % al 5 % para los aceites y para las pastas alimenticias. No obstante, en todos los casos, el tipo impositivo volverá al nivel anterior el 1 de mayo de 2023 si la tasa interanual de la inflación subyacente del mes de marzo fuese inferior al 5,5 %.

reducciones recientes de los costes energéticos a los precios del resto de bienes y de servicios. Como resultado de todo ello, las tasas de este indicador alcanzarán promedios anuales del 2,2 % en 2024 y del 1,8 % en 2025.

**En todo caso, estas proyecciones de precios descansan sobre dos supuestos cruciales.**

Por un lado, se asume que la transmisión de las alzas pasadas de costes está próxima a culminarse y que, en los próximos meses, comenzará a prevalecer la traslación de las bajadas recientes. Por otro lado, se supone que, en línea con la evidencia disponible hasta la fecha, no se producirán a lo largo del horizonte de proyección efectos de segunda vuelta significativos que puedan desencadenar fenómenos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas.

**Las proyecciones actuales incorporan, en comparación con las anteriores, una revisión al alza de la inflación subyacente y de la de los alimentos en 2023, pero una corrección significativa a la baja de la inflación general.** En 2023, el aumento del ritmo de avance previsto para los precios de los alimentos y del componente subyacente responde, fundamentalmente, a las sorpresas recientes al alza que han mostrado estas rúbricas y que solo se ven compensadas parcialmente por unos avances más moderados de estos precios en el futuro. No obstante, la significativa reducción que los precios de la energía han experimentado en los últimos meses —más intensa que la anticipada en las proyecciones de diciembre—, unida a un tipo de cambio más apreciado, induce un ajuste muy sustancial en el componente energético en 2023, que más que compensa las presiones inflacionistas adicionales que provienen del componente subyacente y de los alimentos. En 2024 y 2025, las tasas de inflación previstas solo presentan ligeras variaciones con respecto a las anticipadas en diciembre, tanto en el caso del indicador general como en el del componente subyacente (véase gráfico 4.a).

## Riesgos

**En un contexto de elevada incertidumbre, los riesgos que rodean a la materialización del escenario de actividad e inflación que se acaba de describir son muy pronunciados, estando orientados a la baja en términos de la actividad económica y equilibrados con respecto a la inflación.** Algo más de un año después del inicio de la invasión rusa de Ucrania, la incertidumbre geopolítica se mantiene en niveles muy altos. Como consecuencia de ello, la evolución de los precios de la energía puede seguir trayectorias muy distintas de la contemplada en el escenario central de estas proyecciones —que, como es habitual, refleja las cotizaciones actuales en los correspondientes mercados de futuros de las materias primas energéticas—. En el caso concreto del gas, las incertidumbres acerca de la evolución de su precio se ven agudizadas, además, por las dificultades para estimar el impacto de la reapertura de la economía china sobre sus compras de gas natural licuado. En todo caso, la disminución de la demanda europea de gas en el transcurso de este invierno ha permitido reducir drásticamente el riesgo de que, a corto plazo, puedan llegar a producirse restricciones en el suministro de esta materia prima en las principales economías europeas.

**Junto con estas incertidumbres acerca de la evolución de los precios energéticos en el futuro, la transmisión de sus movimientos pasados a los precios de consumo en los**

**próximos trimestres puede ser estimada solamente de forma muy imprecisa.** Existe evidencia de que la traslación del alza observada en el componente energético del IAPC entre comienzos de 2021 y mediados de 2022 hacia la tasa de variación de los precios del resto de los bienes y servicios que componen la cesta de consumo ha sido notablemente más intensa que la observada, por término medio, en las últimas décadas<sup>8</sup>. Sin embargo, hay bastante incertidumbre acerca de la porción de esa transmisión que estaría aún pendiente de producirse. En este sentido, la resistencia a la baja que la inflación subyacente ha mostrado recientemente y la información proporcionada por la EBAE parecen sugerir que las empresas están repercutiendo todavía a sus precios de venta una parte de los aumentos de costes pasados. Adicionalmente, esta transmisión incompleta de esos incrementos de costes observados hasta mediados de 2022 interactúa, de un modo difícil de determinar, con las reducciones más recientes de los precios de numerosas materias primas, energéticas y no energéticas.

**Del ritmo de reducción de la inflación, muy incierto, dependerán otros aspectos macrofinancieros clave estrechamente relacionados entre sí.** Entre otros, la fortaleza de la demanda —pues la inflación condiciona la evolución del poder adquisitivo de los hogares y de las empresas—, la probabilidad de que se desencadene un fenómeno de realimentación entre los crecimientos de los precios y de los salarios —tanto mayor cuanto más persistente sea el episodio inflacionista actual—, y el grado de tensionamiento necesario que deberá adoptar la política monetaria —cuyo impacto sobre la vulnerabilidad financiera de hogares y de empresas, sobre sus decisiones de consumo e inversión, y sobre el conjunto de la demanda agregada es, asimismo, muy incierto—. Este último aspecto ha cobrado una mayor relevancia recientemente con el desencadenamiento de un episodio de fuertes tensiones financieras, que ha surgido como resultado de la generalización de las dudas, en los mercados de capital internacionales, en cuanto a la solidez de algunas entidades financieras, en un contexto en el que, desde una perspectiva histórica, los tipos de interés han ido aumentando de forma muy intensa, rápida y sincronizada a escala global en los últimos trimestres. En estos momentos, no es posible precisar si, de cara al futuro más inmediato, estas tensiones financieras persistirán o si, por el contrario, se reducirán de forma paulatina. En cualquier caso, parece probable que la incertidumbre que ya se ha generado en cuanto a la solidez del sistema financiero internacional ejerza un cierto efecto adverso sobre el desarrollo de la actividad económica en los próximos trimestres y contribuya, asimismo, a debilitar la dinámica inflacionista.

**Existen, además, otras fuentes de incertidumbre procedentes tanto del entorno exterior como de diversos desarrollos a escala doméstica.** Así, por ejemplo, en el ámbito internacional, como se ha señalado, son inciertos los efectos de la reapertura de la economía china sobre la actividad y la inflación en terceros países, como España. En el terreno puramente doméstico, como en el pasado reciente, subsisten incertidumbres, por ejemplo, acerca de la posible contribución al consumo privado del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia, y en torno al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU y a su capacidad para incrementar el crecimiento potencial de la economía.

---

8 José González Mínguez, Samuel Hurtado, Danilo Leiva-León y Alberto Urtasun. (2023). “De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 02. <https://doi.org/10.53479/24995>.

## Anejo 1

### Supuestos que subyacen a las proyecciones

En comparación con las proyecciones de diciembre, las diferencias más destacadas en los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para el ejercicio de previsiones se observan en los precios de la energía —que son ahora más reducidos en el caso del petróleo y del gas—, en los tipos de interés —más altos que entonces, tanto a corto como a largo plazo— y en el ritmo de crecimiento de los mercados de exportación —que se revisa al alza en 2023, en parte por las sorpresas positivas en la evolución de la actividad económica mundial en el tramo final de 2022—. Por su parte, el tipo de cambio del euro está ahora algo más apreciado que en el anterior ejercicio de previsión (véase cuadro 2).

Los supuestos fiscales incorporan un saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas al cierre de 2022 algo más negativo de lo previsto en diciembre. Esto responde a la notable desaceleración reciente de los ingresos por impuestos indirectos y al comportamiento más dinámico de lo esperado del consumo público en la parte final del año pasado.

De cara al año en curso, el paquete de medidas aprobado el pasado 27 de diciembre<sup>9</sup> para mitigar las consecuencias de la crisis energética extendió a 2023 algunas de las medidas aplicadas el año pasado e introdujo otras nuevas. Todo ello con un coste presupuestario total estimado de 0,6 pp del PIB en 2023<sup>10</sup>. El grueso de estas medidas —rebajas de impuestos sobre la energía, aumentos del ingreso mínimo vital y de las pensiones no contributivas, y subvenciones al transporte— ya estaba incorporado en los supuestos del ejercicio de proyecciones de diciembre. Por tanto, en relación con dicho ejercicio, las medidas novedosas se reducen a la rebaja del IVA de los alimentos, al cheque a hogares vulnerables y a las nuevas ayudas a transportistas y empresas, actuaciones que, en conjunto, supondrían en torno a 0,2 pp del PIB. Se asume que el período de vigencia de todas las medidas contenidas en el Real Decreto-ley 20/2022 es el establecido en la propia norma —no se contemplan prórrogas adicionales—, con lo que ninguna de las actuaciones enumeradas anteriormente estaría activa en 2024 o 2025.

Por otro lado, en 2023 entran en vigor varias medidas de aumento de ingresos aprobadas previamente, como las nuevas cotizaciones sociales del denominado «Mecanismo de Equidad Intergeneracional», los gravámenes temporales a las empresas energéticas y financieras, el impuesto temporal de solidaridad de las grandes fortunas y los distintos cambios impositivos incluidos en la Ley de Presupuestos Generales del Estado de 2023. En conjunto, todas estas medidas —que ya estaban incorporadas en el ejercicio de proyecciones de diciembre— suponen unos 0,5 pp del PIB de mayores recursos, si bien el grueso de estos —unos 0,4 pp— tendría carácter transitorio y desaparecería en 2025.

En el resto del horizonte de proyección continúa asumiéndose una cierta corrección del aumento excepcional de la ratio de ingresos públicos sobre PIB registrado desde el inicio de la pandemia

9 Real Decreto-ley 20/2022.

10 Otros 0,2 pp corresponden a medidas del real decreto-ley con impacto en 2022.

de COVID-19, así como un incremento del gasto en defensa, en línea con los anuncios hechos por el Gobierno. Por lo demás, las previsiones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. Así, las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —como, por ejemplo, las compras— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial de la economía española. Por su parte, la inversión pública y las transferencias de capital pagadas evolucionarán de acuerdo, fundamentalmente, con los supuestos realizados sobre la ejecución del programa NGEU y con el anunciado aumento de los gastos en defensa. Además, la recaudación tributaria crecerá en línea con las bases impositivas, mientras que el gasto en pensiones, en prestaciones por desempleo y en pago de intereses evolucionarán de acuerdo con sus determinantes habituales<sup>11</sup>.

En conjunto, una vez que se tiene en cuenta el impacto de los fondos europeos, el tono esperado de la política fiscal en 2023, medido por la variación del saldo estructural primario, sería ligeramente expansivo<sup>12</sup>. Esto se debería al aumento del gasto en pensiones y a las mayores inversiones financiadas con el programa NGEU, que compensarían con creces el impacto de los nuevos impuestos y la retirada de algunas medidas de gasto transitorias —como la subvención general a los carburantes o las medidas remanentes ligadas al COVID-19—. En 2024, la retirada que se asume de las medidas de apoyo desplegadas en respuesta al aumento de los precios energéticos generaría un impulso fiscal contractivo, mientras que este sería claramente expansivo en 2025. En este último año, al aumento estructural del gasto —principalmente por las pensiones— y a la reducción de ingresos —por la reversión parcial de las sorpresas en la recaudación que han tenido lugar en 2020-2022— se uniría la cancelación prevista de los gravámenes transitorios introducidos en 2023.

---

11 Estos determinantes son las tendencias demográficas y la indiciación de su importe con el IPC —en el caso de las pensiones—, la evolución del paro —para las prestaciones por desempleo— y el endeudamiento público, los tipos de interés y el coste de los bonos indiciados a la inflación —en el caso de los pagos por intereses—.

12 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.