

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

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)

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

Actividad

El comportamiento de la actividad al inicio del año fue más dinámico de lo estimado hace unos meses. El crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2023 alcanzó el 0,5 % intertrimestral, según los datos de avance publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Esta tasa fue dos décimas superior a la que el Banco de España había anticipado en sus proyecciones de marzo². Los motores del crecimiento en este trimestre fueron la demanda exterior neta —con una contribución positiva de 1,3 puntos porcentuales (pp) al avance del producto— y la inversión, especialmente la que se materializa en bienes de equipo. Por el contrario, el consumo de los hogares, cuyas rentas reales acumulan una merma significativa desde el comienzo del actual episodio inflacionista, descendió por segundo trimestre consecutivo.

Junto con la publicación de los datos preliminares para los primeros meses de 2023, el INE revisó el ajuste estacional de los datos históricos. En concreto, se revisó a la baja el crecimiento intertrimestral del PIB del primer trimestre de 2022, y al alza el de los tres trimestres restantes³. Estos cambios conllevan, en conjunto, un notable efecto arrastre positivo, de unas tres décimas, para el crecimiento del PIB en el año en curso.

1 Las proyecciones actuales incorporan la nueva información conocida desde que se publicaran las anteriores, el pasado 22 de marzo. En particular, esta nueva información incluye la estimación de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre de 2023 —que supuso, además, revisiones significativas de los datos de los trimestres anteriores—, las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales del último trimestre del año pasado y la información coyuntural de más alta frecuencia conocida desde la fecha de cierre de las proyecciones de marzo. 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). La fecha de cierre de la recogida de información es el 23 de mayo, salvo en lo que respecta a los supuestos para la evolución de los mercados de exportación, cuya fecha de cierre es el 29 de mayo.

2 Véase “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2023. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-it-Proy.pdf>

3 En concreto, las magnitudes respectivas de las revisiones en las tasas de crecimiento del PIB en cada uno de los cuatro trimestres de 2022 han sido de -0,4 pp, 0,3 pp, 0,1 pp y 0,2 pp.

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
Junio de 2023	5,5	2,3	2,2	2,1	8,3	3,2	3,6	1,8	3,8	4,1	2,1	1,7	12,9	12,2	11,5	11,3
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

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 31 de mayo 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 junio de 2023				Diferencia entre las previsiones actuales y las de marzo de 2023 (b)		
	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mercados de exportación de España (c)	8,0	0,8	3,1	2,9	-1,8	0,1	-0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	103,7	78,0	72,6	70,4	-3,8	-4,6	-3,2
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,05	1,08	1,09	1,09	0,02	0,02	0,02
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	112,1	115,4	115,6	115,6	1,4	1,7	1,7
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	0,3	3,4	3,4	2,9	-0,1	-0,4	-0,3
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	2,2	3,5	3,6	3,8	-0,2	-0,2	-0,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 29 de mayo para los mercados de exportación de España y 23 de mayo 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 Eurosistema para la zona del euro*, de junio de 2023.

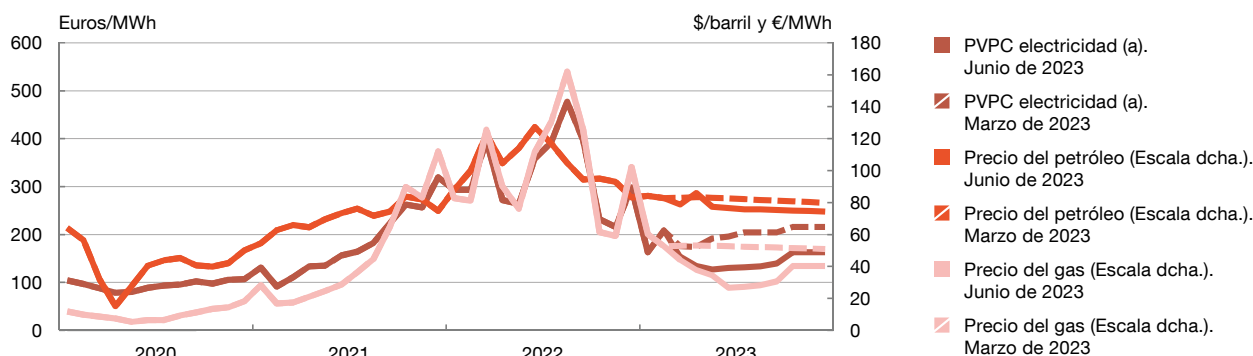
d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.

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.

En el segundo trimestre de 2023, el dinamismo de la actividad económica se habría elevado ligeramente. En concreto, se estima, con las cautelas que se desprenden del carácter incompleto de la información disponible, que el crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo trimestre podría situarse en el entorno del 0,6 %. En este sentido, la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) muestra una mejoría en

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.

la percepción de las empresas acerca de la evolución de su facturación en el trimestre en curso en comparación con el precedente⁴. Asimismo, en el promedio de abril y mayo, tanto el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social como los indicadores de confianza de empresas y hogares alcanzaron niveles superiores a los registrados en los tres primeros meses del año.

La expansión de la actividad en los meses transcurridos de 2023 ha respondido a una confluencia de distintos factores. En particular, el crecimiento económico se ha visto favorecido recientemente por el abaratamiento adicional del gas —y, como consecuencia de ello, también de la electricidad (véase gráfico 1)—, la positiva evolución económica global, los avances en la resolución de los cuellos de botella en los procesos productivos, la estabilización de los mercados financieros tras el episodio de turbulencias de marzo, y el elevado dinamismo que han seguido mostrando en los últimos meses los servicios vinculados a las actividades turísticas y de mayor exposición social —en contraste con la debilidad que han evidenciado las manufacturas—. Además, **el sector público habría continuado actuando como un soporte adicional de la actividad.**

No obstante, la información referida al tramo final del segundo trimestre resulta compatible con una cierta moderación en la fortaleza de la actividad. Así, por ejemplo, aunque los indicadores de confianza y de afiliación a la Seguridad Social disponibles apuntan a que en el segundo trimestre la actividad ha mostrado mayor dinamismo que en el primero, los datos de mayo son algo menos positivos que los de abril. También se han detectado señales similares de pérdida reciente de vigor a escala global, especialmente en lo que respecta a la economía china y a la del área del euro. En concreto, de acuerdo con la última revisión de las cifras de la Contabilidad Nacional publicadas por Eurostat, el PIB de la Unión Económica y Monetaria retrocedió un 0,1 % en el primer trimestre del año. Con ello, esta área encadenó dos trimestres

4 Véase Fernández Cerezo e Izquierdo (2023).

consecutivos de contracción económica —aunque muy modesta— y, por tanto, registró una recesión técnica. Además, los indicadores coyunturales más recientes para esta región apuntarían a que el ritmo de avance del producto en el trimestre en curso sería inferior al proyectado unos meses atrás.

En todo caso, se espera que, en una coyuntura aún compleja y muy incierta, la expansión de la actividad económica continúe en los próximos trimestres. A este avance contribuirían, entre otros factores, la resiliencia del mercado laboral —que favorecerá la recuperación del consumo de los hogares, al ayudar a reducir el ahorro por motivos precautorios—, la disminución de las presiones inflacionistas —que, en un contexto de moderado repunte de los crecimientos salariales, está permitiendo que cese el deterioro de la capacidad adquisitiva de las rentas laborales y está ayudando a apuntalar la confianza de los hogares—, y la intensificación prevista en el despliegue de los proyectos acogidos al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia —lo que se plasmará en un mayor vigor de la inversión empresarial—. Además, las exportaciones de bienes se verán favorecidas en los próximos trimestres por la desaparición de las distorsiones que aún persisten en las cadenas de aprovisionamiento global y por las ganancias de competitividad que se derivan, frente al resto del área del euro, de la contención relativa de los costes laborales en España y, frente a terceros países, del descenso de los costes energéticos.

A pesar de ello, el dinamismo de la actividad económica en los próximos trimestres se enfrentará a algunos obstáculos considerables. Entre ellos destacan los que se derivan del endurecimiento que ya se ha observado en las condiciones financieras y del tensionamiento adicional de dichas condiciones que los agentes anticipan en el corto plazo. Estos obstáculos seguirán lastrando el ritmo de expansión del gasto de hogares y empresas. Además, aunque las perspectivas de evolución del turismo extranjero son positivas en el corto plazo, la magnitud de la contribución de las exportaciones turísticas al crecimiento del PIB será cada vez más reducida en el futuro, una vez que esta variable ha recuperado los niveles previos a la pandemia. Por último, la eliminación paulatina de las medidas aplicadas en respuesta a la crisis energética —que han ayudado a paliar las consecuencias de esta sobre los agentes privados y, por tanto, han proporcionado un soporte a la actividad desde que comenzara el repunte de la inflación— también restará dinamismo al avance del producto de la economía española durante el período de proyección.

En términos de las tasas medias anuales, el PIB presentará un perfil relativamente plano a lo largo del horizonte de proyección. En 2023, el PIB avanzará un 2,3 %, sustentado en el buen desempeño del sector exterior y de la formación bruta de capital (véase cuadro 3). En cambio, la contribución del consumo privado al crecimiento anual del producto será reducida, al verse lastrada por el retroceso que este componente de la demanda ha mostrado en los últimos trimestres y la atonía que mostraría en el trimestre en curso. El dinamismo de la actividad se moderará ligeramente en los dos años siguientes, en una décima en cada uno de ellos, hasta el 2,1 % en 2025. En todo caso, la composición del crecimiento del PIB en 2024 y 2025 será muy diferente a la proyectada en 2023, pues pasará a descansar, fundamentalmente, en la expansión del consumo privado (véase gráfico 2). Tras la debilidad que ha presentado en el arranque del año, este componente de la demanda mostrará una recuperación significativa en el segundo semestre de 2023, y seguirá creciendo, aunque de forma algo menos intensa, en el resto del

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 junio de 2023			Proyecciones de marzo de 2023		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
PIB	5,5	2,3	2,2	2,1	1,6	2,3	2,1
Consumo privado	4,4	0,2	3,3	2,0	1,2	2,3	2,2
Consumo público	-0,7	0,6	0,8	1,3	0,5	0,8	1,2
Formación bruta de capital fijo	4,6	1,7	4,1	2,8	0,3	3,9	3,0
Exportación de bienes y de servicios	14,4	7,1	2,2	3,0	3,1	2,9	3,0
Importación de bienes y de servicios	7,9	3,2	4,0	3,1	1,8	3,1	3,1
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,1	0,6	2,8	2,0	1,0	2,3	2,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	2,4	1,7	-0,6	0,1	0,6	0,0	0,0
PIB nominal	10,0	6,8	5,4	4,1	5,3	5,4	4,1
Deflactor del PIB	4,3	4,4	3,2	2,0	3,6	3,0	1,9
IAPC	8,3	3,2	3,6	1,8	3,7	3,6	1,8
IAPC sin energía ni alimentos	3,8	4,1	2,1	1,7	3,9	2,2	1,8
Empleo (horas)	4,1	1,7	1,8	1,1	0,9	1,3	1,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,9	12,2	11,5	11,3	12,7	12,3	12,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,5	4,8	3,9	3,5	2,3	2,1	1,5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,8	-3,8	-3,4	-4,0	-4,1	-3,5	-4,4
Deuda de las AAPP (% del PIB)	113,2	109,7	107,4	108,0	111,1	108,8	109,9

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

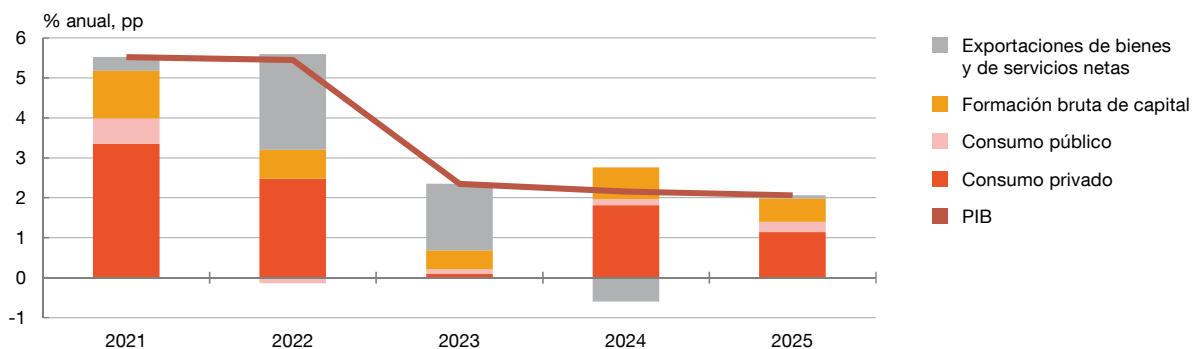
a Fecha de cierre de las proyecciones: 31 de mayo de 2023.

horizonte de proyección. Estos desarrollos seguirán viéndose apoyados en la disminución de las presiones inflacionistas y en la resistencia del mercado de trabajo. En concreto, de manera coherente con el avance previsto en el producto, se espera que la solidez que recientemente ha venido mostrando la creación de empleo se prolongue a lo largo del horizonte de proyección. Como consecuencia de ello, la tasa de paro descendería hasta situarse en el entorno del 11 % en el promedio de 2025, a pesar de que se anticipa un aumento de la población activa.

Las actuales proyecciones comportan, en comparación con las precedentes, una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2023 de 0,7 pp (véase gráfico 3.a). El principal factor que explica esta revisión es el efecto arrastre sobre la tasa media anual de este año al que dio lugar la sustancial revisión al alza de las tasas de crecimiento del PIB entre el segundo y el cuarto trimestre de 2022 que publicó el INE a finales de abril. Además, de acuerdo con el avance de la CNTR del primer trimestre del año, el crecimiento en este período sorprendió al alza en comparación con el que el Banco de España estimaba en sus proyecciones de marzo. En ausencia de otros cambios, la incorporación de estas dos piezas de información implicaría, conjuntamente,

Gráfico 2

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



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

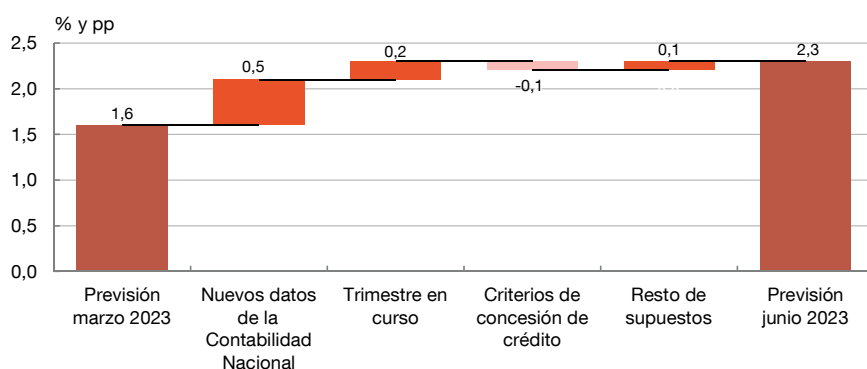
una revisión al alza de 0,5 pp en la tasa media de crecimiento del PIB de 2023. Por otra parte, en las proyecciones actuales se estima que el dinamismo de la actividad en el segundo trimestre será superior al previsto en marzo, lo que también contribuye a que se revise al alza el crecimiento del PIB en el conjunto de 2023. Por último, los nuevos supuestos sobre los que se condiciona el ejercicio de proyecciones no comportan revisiones significativas de la tasa de crecimiento de este año (véase cuadro 2). En particular, aunque los supuestos referidos a los precios de las materias primas son ahora más favorables para el avance de la actividad en el año en curso y un tipo de cambio algo más apreciado contribuye a un abaratamiento de estos bienes con respecto a lo proyectado en marzo, ello se ve compensado por el impacto más contractivo que, en comparación con lo previsto entonces, tendrían los condicionantes financieros, y, en particular, el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito. Para 2024, los cambios en los supuestos se traducen en una ligera revisión a la baja —de 0,1 pp— del avance del PIB con respecto a marzo, como reflejo, fundamentalmente, de un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito más intenso de lo anticipado en marzo (véase gráfico 3.b).

Precios y costes

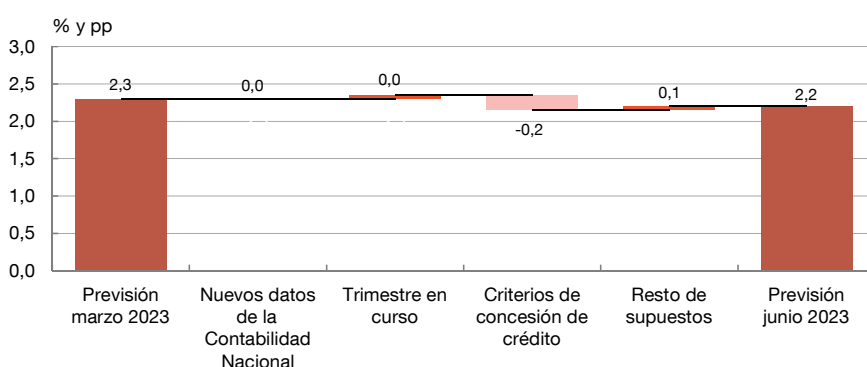
La inflación general ha seguido descendiendo en el segundo trimestre. En particular, la tasa de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en mayo en el 2,9 %, 2,5 pp menos que a finales de 2022 y 0,1 pp por debajo de la registrada en marzo (véase gráfico 4.a). Por componentes, los precios de los bienes de consumo energéticos han continuado reduciéndose de forma intensa en los últimos meses. En concreto, en mayo, el retroceso interanual de este componente fue del 19,5 %, en un contexto de elevada volatilidad en el que estas tasas de variación se están viendo muy afectadas por los efectos base derivados de los fuertes movimientos que presentaron estos precios en los meses en torno al inicio de la guerra en Ucrania.

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



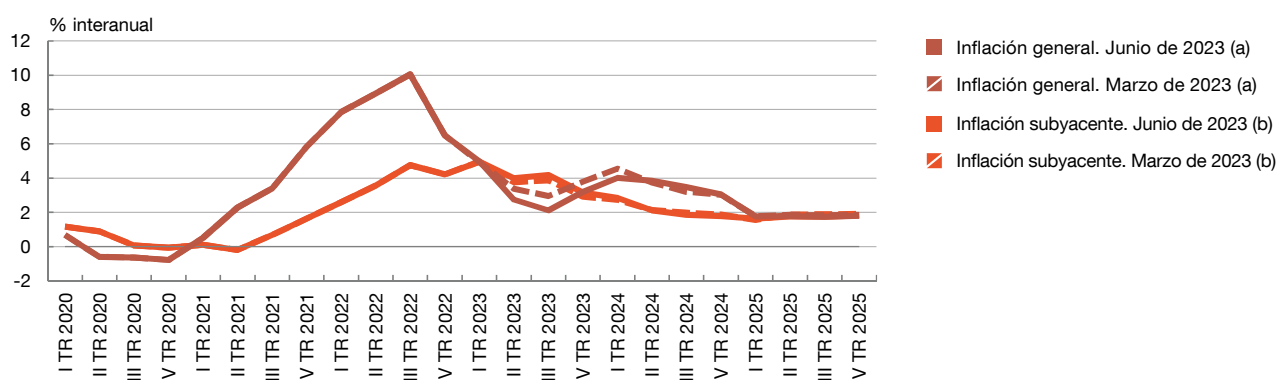
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

El ritmo de avance interanual de los alimentos y la inflación subyacente han comenzado a mostrar señales incipientes de moderación. Con una elevada probabilidad, la tasa de variación de los precios de los alimentos —que en mayo se situó en el 11,6 %— ya habría alcanzado su techo en el primer trimestre —en concreto, el 15,7 % en febrero—. Por su parte, la inflación subyacente, que en febrero había mostrado su registro más elevado desde el comienzo de la serie en 1997 —un 5,2 %—, disminuyó en mayo por tercer mes consecutivo, hasta el 3,8 %.

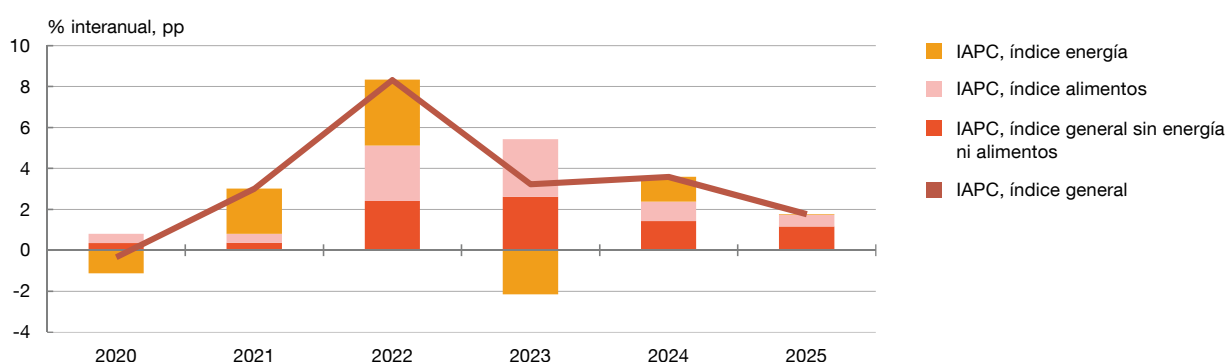
La senda de la inflación general se verá determinada en el corto plazo por la trayectoria de los precios energéticos. El proyectado abaratamiento de las materias primas energéticas, de acuerdo con sus cotizaciones en los mercados de futuros, se traducirá, hasta el final del verano, en disminuciones adicionales en los precios de los carburantes, del gas y de la electricidad. Sin embargo, en los últimos meses de 2023 se producirá un repunte en las tasas de variación interanual de estos precios, debido a efectos base que están ligados a las caídas que presentaron dichos precios a finales de 2022. Además, este incremento del ritmo de variación de los precios energéticos y, como consecuencia de ello, del IAPC general se prolongará al inicio de 2024, bajo el supuesto de que las principales medidas desplegadas por las autoridades para mitigar los efectos de la crisis energética expirarán a finales de 2023.

Gráfico 4

4.a Evolución de la inflación general y subyacente



4.b Contribuciones al crecimiento del IAPC por componentes



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

El IAPC no energético moderará su ritmo de avance en la segunda mitad de este año, aunque ello no impedirá que su tasa media anual sea más elevada que en 2022. En el caso de los precios de los alimentos, la desaceleración prevista se explica por el descenso de los costes de algunos insumos productivos, tras los fuertes incrementos que estos registraron durante buena parte del año pasado. No obstante, la reducción de algunas cosechas agrícolas debido a las condiciones meteorológicas adversas tenderá a limitar en cierta medida la moderación de estos precios. En cuanto a la inflación subyacente, su ralentización en el tramo final del año obedecerá, previsiblemente, al desvanecimiento de las distorsiones que todavía persisten en las cadenas globales de suministro, al impacto gradual del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda, a la desaparición de las presiones inflacionistas procedentes de la reapertura de la economía tras la pandemia y a la traslación progresiva —aunque con un cierto retardo— de las reducciones recientes de los costes energéticos a los precios del resto de los bienes y servicios (véase gráfico 4.a). Entre los componentes de la inflación subyacente, se espera que, al igual que ha ocurrido en los primeros meses de 2023, la desaceleración sea más pronunciada, en los próximos trimestres, en los bienes industriales no energéticos que en los

servicios, dadas sus respectivas estructuras de costes. En concreto, en el primer caso, los consumos intermedios —cuyos precios se han ralentizado, y en algunos casos reducido, recientemente— tienen un mayor peso relativo en los costes, mientras que, en el segundo, es más elevada la participación de los costes salariales —que están experimentando un modesto repunte—. Además, la elevada demanda que se prevé en la temporada estival para los servicios de ocio y turismo ejercerá una cierta presión al alza sobre sus precios.

En el conjunto del horizonte de proyección, la desaceleración de los precios de consumo será muy pronunciada. En particular, en 2023, la tasa de inflación, medida por el incremento interanual del IAPC, descenderá, en términos de sus medias anuales, hasta el 3,2 %, desde el 8,3 % de 2022 (véase gráfico 4.b). En 2024 se producirá un repunte transitorio, hasta el 3,6 %, como consecuencia de la expiración del grueso de las medidas introducidas por las autoridades en respuesta a la crisis inflacionista. Esto hará que el componente energético de los precios registre un crecimiento elevado en ese año, que más que compensará la reducción prevista en las tasas de variación de los precios de los alimentos y del componente subyacente. En 2025, bajo los supuestos de este ejercicio de proyección, la estabilización de los precios del componente energético y la prolongación de la desinflación del IAPC no energético conducirán a que la tasa del indicador general registre un crecimiento del 1,8 %.

Estas proyecciones de inflación descansan sobre dos premisas. En primer lugar, las perspectivas descritas se basan en el supuesto de que, si bien la transmisión de los pasados incrementos de costes de producción a los precios de venta no habría concluido aún, en los próximos meses prevalecerá la traslación de la reducción más reciente de esos mismos costes. En todo caso, se ha incorporado en las proyecciones la existencia de una cierta asimetría en la transmisión de las variaciones de los precios de la energía al resto de los precios de consumo, de modo que estos reaccionarían en mayor medida a los encarecimientos de los insumos energéticos que a sus abaratamientos, lo que contribuirá a una cierta resistencia a la baja de la inflación subyacente. En segundo lugar, se asume que, en línea con los desarrollos observados hasta la fecha, no se producirán efectos de segunda vuelta significativos que puedan desencadenar fenómenos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas. La validez de este supuesto, que ya estaba presente en los ejercicios de proyecciones precedentes, se ha visto reforzada tras la firma, por parte de los agentes sociales, del quinto Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC), que, aunque apenas ha alterado las proyecciones de remuneración por asalariado a lo largo del horizonte de proyección, ha reducido el grado de incertidumbre en torno a ellas.

Con respecto a las proyecciones de marzo, las actuales incorporan una revisión a la baja de la inflación general en 2023 y no muestran diferencias significativas en el bienio posterior (véase gráfico 4.a). Por componentes, la rebaja de las proyecciones de inflación en 2023 se debe fundamentalmente a la menor contribución de la energía, dado el comportamiento de los precios del petróleo y del gas en los mercados de contado y de futuros (véase gráfico 1.a) y la ligera apreciación que ha presentado el tipo de cambio en comparación con lo anticipado en marzo. También se debe a una ligera revisión a la baja en la contribución de los alimentos, cuyos precios han registrado sorpresas a la baja en los últimos meses. Por el contrario, se prevén

ahora, en comparación con las proyecciones de marzo, incrementos mayores en el componente subyacente en el año en curso, dadas las sorpresas recientes al alza en esta rúbrica.

Riesgos

En un contexto en el que el grado de incertidumbre continúa siendo muy elevado, los riesgos en torno a las proyecciones de crecimiento están orientados fundamentalmente a la baja, mientras que, en el caso de la inflación, se consideran equilibrados. En los últimos trimestres, el pronunciado aumento de la inflación a nivel global ha requerido de un endurecimiento sincronizado, muy rápido e intenso de las políticas monetarias de los principales bancos centrales mundiales, que, previsiblemente, no se revertirá de manera apreciable en el corto plazo —y podría, incluso, prolongarse en determinadas jurisdicciones—. En este sentido, algunos de los incipientes indicios de debilitamiento de la actividad que se han apreciado recientemente en España y en otras economías podrían estar reflejando ya una parte de los efectos adversos del endurecimiento de las condiciones financieras sobre los agregados macroeconómicos. Una eventual intensificación de estas señales de debilidad en los próximos meses —más allá de lo que ya se contempla en el escenario central de estas proyecciones— daría lugar a una menor demanda doméstica y externa y, por consiguiente, a un crecimiento económico y a una inflación más reducidos.

La cuantificación del impacto del endurecimiento de las condiciones financieras y del empeoramiento del acceso al crédito sobre la actividad resulta muy compleja. En las proyecciones actuales, la magnitud de estos efectos adversos se considera, a la luz de la evolución de los indicadores coyunturales más recientes, algo mayor que en las previsiones anteriores. No obstante, la incidencia negativa de estos canales financieros sobre la actividad y los precios podría verse amplificada si se desencadenaran episodios de turbulencias en los mercados internacionales de capital —como los observados en marzo— que condujeran a un aumento de la aversión al riesgo.

Además, es difícil medir la magnitud y la velocidad de la transmisión de las recientes reducciones de precios de algunas materias primas a los precios del conjunto de la cesta de consumo. La incertidumbre acerca de cómo interactúan entre sí la posible transmisión inconclusa de los incrementos de costes observados hasta mediados de 2022 y la de las reducciones posteriores de los precios de numerosas materias primas es notable. En el escenario central, se asume, como ya se ha señalado, que la traslación del abaratamiento más reciente será incompleta y relativamente lenta, en línea con algunas piezas de evidencia empírica disponibles. No obstante, la información sobre las expectativas de hogares y empresas acerca del comportamiento futuro de los precios procedente de las correspondientes encuestas de la Comisión Europea y de la EBAE sugieren que la desinflación del IAPC no energético podría ser más intensa de lo que se ha supuesto en el escenario central.

En sentido contrario, es cierto, no obstante, que las incipientes señales de desaceleración de la inflación subyacente en España y en otros países deberán confirmarse todavía en los próximos meses. Por el momento, la moderación de la inflación no energética es muy pequeña

en España, y aún lo es más en otras jurisdicciones. En este contexto, no puede descartarse todavía que la persistencia de elevadas tasas de inflación subyacente conduzca a la materialización de efectos de segunda ronda significativos sobre los precios vía salarios y/o márgenes empresariales, lo que podría acentuar la dinámica inflacionista actual y, en caso de producirse tal escenario en el conjunto del área del euro, requerir una actuación más contundente de la política monetaria; esto llevaría a un endurecimiento adicional de las condiciones financieras y, en consecuencia, a un debilitamiento mayor del gasto de los agentes privados.

Existen, además, otras fuentes de incertidumbre muy relevantes. A nivel internacional, destaca, como en trimestres precedentes, la evolución futura de las actuales tensiones geopolíticas y de la guerra en Ucrania. Un eventual recrudecimiento de estas conduciría, con elevada probabilidad, a un nuevo encarecimiento de las materias primas y, por tanto, a un repunte de la inflación y un deterioro de la actividad. En el ámbito doméstico, cabe señalar las dudas que persisten en cuanto a el soporte que puede proporcionar al consumo privado el ahorro acumulado durante la pandemia, y al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa *Next Generation EU* y a su impacto sobre la actividad.

BIBLIOGRAFÍA

Fernández Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 10. <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/analisis-economico-investigacion/boletin-economico/2023-t2-articulo-10--encuesta-a-las-empresas-espanolas-sobre-la-evolucion-de-su-actividad--segundo-trimestre-de-2023.html>

Anejo 1

Supuestos que subyacen a las proyecciones

En comparación con las proyecciones de marzo, los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para el actual ejercicio de previsiones comportan una revisión a la baja de los precios de la energía —por lo que respecta tanto al petróleo como, sobre todo, al gas— (véase cuadro 2). Por su parte, los tipos de interés de los mercados monetarios y de la deuda soberana que los mercados financieros esperan en los próximos años son ahora algo más reducidos. En consonancia con estas revisiones, el coste de las nuevas operaciones crediticias anticipado a lo largo del horizonte de proyección es ligeramente menor en estos momentos que hace tres meses. Sin embargo, a efectos de la evolución futura de los volúmenes de crédito, ello se verá más que compensado por un mayor endurecimiento de las condiciones y de los criterios de concesión de crédito. Por último, el tipo de cambio se encuentra más apreciado que en las proyecciones de marzo y el ritmo de avance de los mercados de exportación se ha revisado a la baja en 2023, debido, sobre todo, al efecto arrastre que se deriva del peor comportamiento del comercio mundial en el tramo final de 2022 en comparación con lo contemplado hace tres meses.

Los supuestos fiscales incorporan las medidas aprobadas por las autoridades desde el cierre de las proyecciones de marzo. Estas incluyen, en primer lugar, el Real Decreto-ley (RDL) 2/2023, relativo a la reforma del sistema de pensiones, que establece, entre otras actuaciones, un aumento progresivo de las cotizaciones sociales y una subida de las pensiones mínimas entre 2024 y 2027. En el horizonte de proyección, se estima un impacto positivo de esta reforma normativa sobre los ingresos netos de aproximadamente una décima de PIB en 2025. En segundo lugar, se incorporan las nuevas ayudas al sector primario y las subvenciones al transporte de jóvenes, que conjuntamente suponen un ligero deterioro transitorio del saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) en 2023, de una décima de PIB⁵. Por otro lado, a la luz de los últimos datos publicados, referidos a 2022, se ha desplazado en el tiempo la eventual materialización de las pérdidas asociadas a los préstamos avalados por el Instituto de Crédito Oficial, de forma que el impacto es ahora menor en 2023, y más elevado en 2024 y 2025. Finalmente, de acuerdo con la información más reciente disponible, se ha mantenido inalterada la senda esperada de gasto financiado con los fondos europeos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia en el conjunto del horizonte de proyección, si bien persiste una notable incertidumbre en torno a ella.

Las previsiones referidas a otros capítulos presupuestarios se apoyan en las medidas aprobadas con anterioridad (e incorporadas, por tanto, en los ejercicios de proyección previos) y en los supuestos técnicos habituales, complementados con la hipótesis de que tendrá lugar una reversión parcial de las sorpresas al alza de los ingresos tributarios que se produjeron, especialmente, en 2020-2021. La progresiva eliminación de las medidas implementadas en respuesta a la pandemia y a la crisis energética tendrá un efecto positivo sobre el saldo de las AAPP de cerca de 1 punto porcentual (pp) de PIB, tanto en 2023 como en 2024. En cambio, en 2025, el impacto será negativo, de 0,4 pp de PIB, por la desaparición de las medidas impositivas

5 Orden HFP/405/2023 y RDL 4/2023. Este RDL se encuentra pendiente de convalidación por el Congreso, trámite que, al haber sido disuelto este, deberá ser realizado por la Diputación Permanente.

transitorias introducidas para financiar una parte de los gastos asociados a las ayudas en el contexto de la crisis energética⁶.

En conjunto, el tono esperado de la política fiscal en 2023, medido por la variación del saldo estructural primario, sería ligeramente expansivo una vez que se tiene en cuenta el impacto de los fondos europeos⁷. En 2024, la orientación presupuestaria pasaría a ser moderadamente contractiva, por la retirada de las medidas de apoyo, y se tornaría de nuevo expansiva en 2025.

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

7 Los fondos del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia 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.