

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la última actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Con respecto a las proyecciones anteriores, publicadas el pasado 21 de septiembre¹, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces, lo que incluye las estimaciones revisadas de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) hasta el segundo trimestre de 2021, las de carácter preliminar para el tercero y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de las distintas variables (véase cuadro A.1)².

Desde la primavera, los avances en el proceso de vacunación han ayudado a contener la propagación del virus y, sobre todo, a reducir los casos de mayor gravedad. Ello ha permitido una flexibilización paulatina de las medidas de contención de la pandemia y una normalización progresiva de la actividad, en particular en las ramas que requieren un mayor grado de interacción social. De este modo, tras crecer un 1,1 % entre abril y junio, el dinamismo del PIB aumentó en el tercer trimestre del año, hasta el 2 % en tasa intertrimestral, de acuerdo con las estimaciones preliminares del Instituto Nacional de Estadística (INE). Este avance es menos pronunciado de lo que se anticipaba en el escenario central de las proyecciones de septiembre (2,7 %), lo que, unido a las revisiones a la baja del crecimiento en trimestres anteriores³, hace que el punto de partida en el actual ejercicio de proyección sea más desfavorable de lo que se anticipaba en septiembre.

El repunte de la actividad y del empleo ha proseguido a lo largo del cuarto trimestre del año, de acuerdo con la información disponible. La prolongación del dinamismo de la ocupación ha permitido que la afiliación efectiva (esto es, la afiliación a la Seguridad Social una vez descontados los trabajadores en situación de ERTE) recuperase en noviembre, en términos de la serie

desestacionalizada, su nivel previo a la pandemia. Esta evolución confirma un rasgo destacado de los desarrollos económicos recientes, como es el hecho de que la recuperación del empleo esté siendo más rápida y vigorosa que la del PIB.

Los indicadores disponibles sugieren, en todo caso, que el ritmo de avance de la actividad se habría moderado en cierta medida en el cuarto trimestre del año con respecto a los meses previos. Desde el punto de vista de los sectores productivos, la debilidad es algo más acusada en el caso de las manufacturas, como apunta, por ejemplo, el indicador PMI sectorial, que ha continuado reflejando una moderación progresiva del dinamismo de la producción en estas ramas desde agosto, aunque todavía se mantiene en niveles coherentes con un comportamiento expansivo del valor añadido del sector. Los resultados de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Económica (EBAE) tienden a confirmar que la evolución de la facturación y del empleo de las empresas industriales ha sido comparativamente algo menos favorable que en el caso de otras ramas⁴.

Diversos factores contribuyen a explicar esta modesta moderación del dinamismo de la actividad. En primer lugar, el aumento de la demanda de ciertos productos desde el inicio de la pandemia ha dado pie a una escasez de suministros a escala global de algunos bienes intermedios cuya producción es relativamente inelástica a corto plazo (como, por ejemplo, los microchips). Este fenómeno, que ha afectado sobre todo a las ramas industriales y que, por tanto, es coherente con la menor fortaleza relativa de estas, se ha traducido en un aumento significativo de los plazos de entrega de los pedidos y, en algunos casos, como en el sector del automóvil, en la necesidad de reducir el ritmo de producción. En segundo lugar, se ha observado un encarecimiento de ciertos productos, como los energéticos y algunos de los que

1 Véase «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2021-2023)».

2 Asimismo, las proyecciones actuales incorporan la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales del segundo trimestre de 2021, y tienen en cuenta la revisión de las series de la Contabilidad Nacional Anual de años anteriores. Aunque esta última revisión había sido dada a conocer por el INE el 16 de septiembre, no pudo ser incorporada en las anteriores proyecciones, dado que en aquel momento no se publicaron series trimestrales (que es la frecuencia de datos necesaria para la elaboración de las proyecciones del Banco de España), coherentes con estas series anuales.

3 El INE revisó a la baja la estimación previa de crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo trimestre de 2021, que pasó de un 2,8 % a un 1,1 %, y realizó también modificaciones de menor magnitud en los trimestres precedentes.

4 M. Izquierdo (2021), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: noviembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

están viéndose sometidos a escasez de oferta por los problemas de suministro mencionados. Ello está minorando el crecimiento de las rentas reales de empresas y de familias. En las últimas semanas, un tercer factor se ha unido a estos dos. En concreto, se ha observado un aumento en las cifras de contagio por COVID-19, primero en otros países de nuestro entorno y luego en España, lo que ha motivado la reintroducción de algunas medidas para contener la pandemia. Estos desarrollos epidemiológicos explican, probablemente, que la recuperación de algunos indicadores de alta frecuencia relacionados con la actividad turística, como el tráfico aéreo, se haya ralentizado en el transcurso del cuarto trimestre.

Con la información disponible, se estima que el crecimiento del PIB en el trimestre final del año podría haber ascendido al 1,6% en tasa intertrimestral, lo que conduciría a un crecimiento medio anual del 4,5% en 2021. No obstante, la incertidumbre en torno a esta estimación es muy elevada, dado que los datos cuantitativos disponibles para este período son todavía limitados. Adicionalmente, la información relativa a la ejecución de los proyectos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU) es incompleta, lo que dificulta la estimación precisa de su contribución al crecimiento.

Más allá del trimestre en curso, la evolución de la actividad a corto plazo (especialmente, durante la primera mitad de 2022) seguirá condicionada por los factores que han limitado el avance del PIB en el período más reciente. En particular, las alteraciones de las cadenas de suministros globales están mostrando una naturaleza más persistente de lo anticipado hace tres meses. Una muestra de ello es el significativo aumento entre el cuarto trimestre de 2020 y el mismo período de 2021, según la última edición de la EBAE, de la proporción de empresas que manifiestan estar experimentando dificultades en el suministro por parte de sus proveedores (desde el 13% hasta el 31% en el total de la muestra y desde el 14% hasta el 51% en el caso de la industria). Previsiblemente, estas distorsiones se moderarán en el transcurso del segundo semestre de 2022. No obstante, se espera que, en el conjunto del año, tengan un impacto apreciable sobre la tasa de crecimiento del producto, mayor que en 2021⁵. Además, la información

disponible apunta a un mantenimiento de las presiones inflacionistas en cotas similares a las actuales hasta la primavera aproximadamente. Por tanto, este factor continuará comprimiendo las rentas de los agentes y, con ello, su capacidad de gasto. Por último, el repunte reciente de la incidencia de la pandemia en Europa conlleva una cierta ralentización de las perspectivas de normalización de la actividad, en particular por lo que respecta a los flujos turísticos internacionales.

Estos factores se verán parcialmente contrarrestados por algunos otros desarrollos, que incluyen la intensificación del ritmo de ejecución de los proyectos financiados a través del programa NGEU y el mantenimiento de condiciones de financiación favorables, que continuará proporcionando un soporte al gasto de los agentes. Apoyada en estos factores, la actividad retomará un mayor crecimiento a partir de mediados de 2022, a medida que disminuyan las distorsiones en las cadenas de abastecimiento, se reduzcan las tasas de avance de precios y de costes, y desaparezcan las incertidumbres vinculadas con la evolución epidemiológica. Además, el comportamiento expansivo de los mercados de exportación contribuirá a que las ventas de bienes al resto del mundo recobren una mayor fortaleza.

Como consecuencia de todo ello, se espera que la actividad mantenga un notable dinamismo entre mediados de 2022 y principios de 2023, antes de experimentar una cierta moderación posterior. En términos de las tasas medias anuales, el avance del PIB se situaría en el 5,4%, el 3,9% y el 1,8%, respectivamente, en 2022, 2023 y 2024 (véanse gráfico 1 y cuadro 1). Bajo la trayectoria proyectada, el momento en que el producto de la economía recuperaría su nivel previo a la pandemia se situaría entre finales de 2022 y comienzos de 2023 (véase gráfico 2).

Estas cifras implican que, en comparación con las proyecciones de septiembre, el crecimiento del PIB se revise a la baja en 1,9 pp y 0,4 pp, respectivamente, en 2021 y 2022, mientras que en 2023 la modificación sea al alza, de 1,9 pp⁶. Los cambios en los dos primeros años del horizonte de proyección son, sobre todo, el fruto de los nuevos datos conocidos de la CNTR y, en menor medida, del

5 En concreto, estas alteraciones podrían dar lugar, según las estimaciones realizadas, a una reducción de la tasa de crecimiento del PIB español de entre dos y tres décimas en 2021, y de entre cinco y nueve décimas en 2022. Véase el recuadro 5 de este Informe, «El impacto potencial de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministro sobre la economía española en los próximos trimestres».

6 Las diferencias entre las proyecciones actuales y las de septiembre están calculadas sobre las cifras con todos sus decimales.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

ligero empeoramiento de las perspectivas a corto plazo, del alza de los precios energéticos y de los cuellos de botella en la oferta, mientras que los cambios en los supuestos técnicos con respecto a los usados en las proyecciones de septiembre tienen un impacto aproximadamente nulo. La revisión al alza de 2023 se explica por la reversión de los efectos de las alteraciones de oferta y por el distinto impacto temporal asumido para la ejecución de los proyectos vinculados al programa NGEU.

Los desarrollos observados desde el verano de 2020 indican que la recuperación de la actividad está siendo

más lenta en España que en el área del euro, a pesar de que, a raíz de la pandemia, la contracción del producto fue también más acusada en nuestro país. En concreto, la brecha del producto con respecto al nivel previo a la crisis ascendía en el tercer trimestre a 6,6 pp y a 0,3 pp en España y en el área del euro, respectivamente. En parte, esta evolución más desfavorable de la actividad en comparación con las economías de nuestro entorno se debe al mayor peso del turismo internacional, componente de demanda especialmente afectado por la pandemia. No obstante, la demanda interna también está mostrando un menor dinamismo en España.

Gráfico 1
PIB REAL. TASAS DE VARIACIÓN

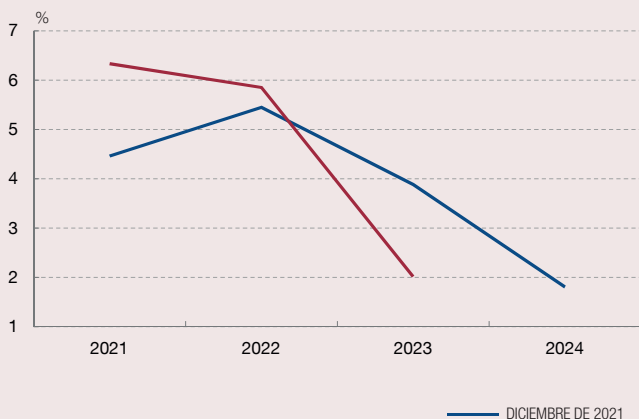


Gráfico 2
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

Cuadro 1
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual

	PIB				Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)				Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
Diciembre de 2021	4,5	5,4	3,9	1,8	3,0	3,7	1,2	1,5	0,5	1,8	1,4	1,6	15,0	14,2	12,9	12,4
Septiembre de 2021	6,3	5,9	2,0	—	2,1	1,7	1,3	—	0,3	1,0	1,4	—	15,1	14,3	13,3	—

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2021.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 28 de noviembre de 2021.
b Media anual.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)
La evolución de los principales agregados macroeconómicos

Desde el punto de vista de la composición de la demanda agregada, la recuperación proyectada descansará principalmente sobre el componente nacional. El sector exterior contribuirá también positivamente al avance del PIB en 2021 y, sobre todo, en 2022, pero su aportación al crecimiento de la actividad será prácticamente nula en el bienio posterior.

Dentro de la demanda nacional privada, se espera que el consumo de los hogares presente un elevado dinamismo a lo largo del horizonte de proyección (véase cuadro 2).

En el tercer trimestre del año, este componente de demanda mostró una notable falta de empuje, como resultado neto de dos desarrollos contrapuestos. Por un lado, las alteraciones en las cadenas de suministros dificultaron la adquisición por parte de los consumidores de algunos bienes duraderos. Pero, por otro lado, la continuación del proceso de levantamiento de las restricciones frente a la pandemia condujo a un fuerte crecimiento del gasto en servicios relacionados con el turismo residente interior. A lo largo del horizonte de proyección, la recuperación sostenida del mercado de trabajo y el mantenimiento de condiciones financieras favorables seguirán ejerciendo como soportes del gasto de los hogares.

Cuadro 2
PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MACROMAGNITUDES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen y el porcentaje del PIB

	2020	Proyecciones de diciembre de 2021				Proyecciones de septiembre de 2021		
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023
PIB	-10,8	4,5	5,4	3,9	1,8	6,3	5,9	2,0
Consumo privado	-12,0	4,3	5,1	5,2	2,2	9,6	4,3	1,3
Consumo público	3,3	3,0	-0,2	0,7	1,5	2,2	0,2	0,9
Formación bruta de capital fijo	-9,5	3,9	7,8	3,7	2,1	5,8	10,5	3,0
Exportación de bienes y de servicios	-20,1	11,9	9,1	4,6	3,1	8,7	11,1	4,5
Importación de bienes y de servicios	-15,2	11,3	6,5	4,8	3,7	11,5	7,5	3,3
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	-8,6	4,2	4,4	3,9	1,9	7,0	4,7	1,6
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-2,2	0,3	1,0	0,0	-0,1	-0,7	1,2	0,4
PIB nominal	-9,8	6,1	8,1	5,6	3,6	7,6	7,7	3,6
Deflactor del PIB	1,1	1,6	2,5	1,7	1,7	1,2	1,8	1,6
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	-0,3	3,0	3,7	1,2	1,5	2,1	1,7	1,3
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,5	0,5	1,8	1,4	1,6	0,3	1,0	1,4
Empleo (horas)	-10,6	7,4	3,8	2,8	1,3	8,1	5,6	1,7
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	15,5	15,0	14,2	12,9	12,4	15,1	14,3	13,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,2	1,2	2,9	2,7	2,1	0,1	3,1	3,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-11,0	-7,5	-4,8	-4,0	-3,4	-7,6	-4,3	-3,5
Deuda de las AAPP (% del PIB)	120,0	120,4	115,7	113,7	113,5	117,9	114,3	114,3

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2021.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 28 de noviembre de 2021.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

A corto plazo, no obstante, persistirán algunos factores que tenderán a moderar el consumo privado. Estos incluyen, en primer lugar, el repunte de la incidencia de la pandemia, que podría condicionar el consumo de algunos servicios si fuera necesario reintroducir medidas de contención, así como dar lugar a un mayor ahorro por motivo de precaución. En segundo lugar, la elevada inflación podría restringir las posibilidades de gasto, especialmente en el caso de los hogares de menores rentas, que destinan una mayor proporción de sus ingresos al consumo de bienes energéticos, que son los que han experimentado un mayor encarecimiento. Por último, las alteraciones en las cadenas globales de suministros continuarán condicionando la disponibilidad de ciertos bienes de consumo.

En el transcurso de 2022, el gasto de los hogares en bienes y servicios de consumo irá cobrando un mayor dinamismo, a medida que se desvanezcan los cuellos de botella en la producción de algunos bienes que están impidiendo que la demanda se vea satisfecha en su totalidad (como es el caso de los automóviles) y, al final del año, como resultado del intenso descenso esperado de la tasa de inflación.

Con todo ello, la contribución del consumo privado al avance del PIB en los años centrales del horizonte de

proyección experimentará un aumento significativo (véase gráfico 3). En todo caso, la incertidumbre acerca del grado de dinamismo de este agregado es elevada, en la medida en que resulta difícil discernir qué proporción de la cuantiosa bolsa de ahorro extraordinario acumulado por los hogares durante la pandemia será destinado a materializar sus decisiones de consumo.

Entre los componentes de la formación bruta de capital, el dinamismo de la inversión en vivienda se verá estimulado por la continuación de la evolución favorable del mercado de trabajo, que está reforzando las expectativas de renta futura de los hogares. A más corto plazo, el avance de este agregado puede verse limitado por los indicios de escasez de materiales de construcción. Por otro lado, el despliegue de los fondos asociados al programa NGEU proporcionará un impulso adicional a la inversión residencial, dada la asignación a la rehabilitación de viviendas de una proporción significativa de las transferencias recibidas del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia europeo, de acuerdo con el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR).

Una conjunción de factores impulsarán la inversión de las sociedades no financieras a lo largo del horizonte de proyección. En un contexto de reducción progresiva de la incertidumbre, estos incluyen el aumento del grado de

Gráfico 3
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES

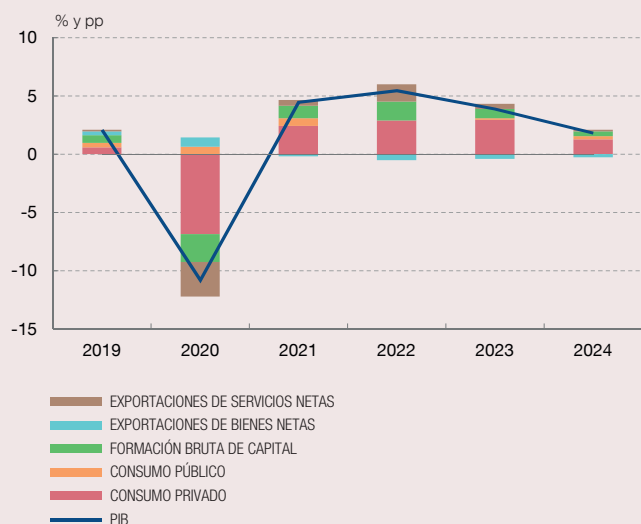
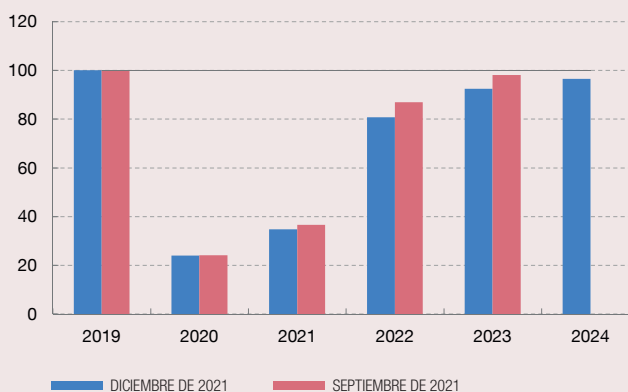


Gráfico 4
EXPORTACIONES DE TURISMO (2019 = 100)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

utilización de la capacidad instalada (que en diversas ramas industriales supera ya los niveles previos a la crisis sanitaria) como consecuencia de la recuperación de la demanda final. Además, la inversión empresarial se verá favorecida por el impulso proporcionado por los proyectos asociados al programa NGEU y por las necesidades de acometer procesos de digitalización, acrecentadas a raíz de la pandemia. A corto plazo, el dinamismo proyectado en la actualidad para este agregado es algo menor que hace tres meses. Ello se debe, por un lado, a la implantación más tardía de los proyectos asociados al programa NGEU, lo que hace que una parte del impulso proporcionado por este factor al avance de la inversión se desplace hasta mediados de 2022. Además, por otro lado, la fortaleza de este agregado se verá moderada a corto plazo por la persistencia de distorsiones en las cadenas de suministros y por el impacto adverso de los aumentos en los costes de producción sobre los márgenes empresariales.

Por lo que respecta a los intercambios comerciales con el resto del mundo, el avance de las exportaciones de bienes tenderá a frenarse a corto plazo por los problemas de abastecimiento de algunos productos intermedios, que están dando lugar a aplazamientos de las entregas de pedidos de bienes finales, y por las señales de desaceleración de la actividad en las economías de nuestro entorno. Las exportaciones ganarán vigor a lo largo de 2022, a medida que estos factores vayan revirtiendo. Además, se verán impulsadas también por un tipo de cambio más depreciado en relación con el observado, en promedio, en 2021. La prolongación de la senda de recuperación de los flujos turísticos se topará con el obstáculo a corto plazo del repunte reciente de la pandemia en Europa, que ha motivado la reintroducción de algunas restricciones a los movimientos internacionales de personas.

Las proyecciones actuales continúan contemplando una marcada recuperación de las exportaciones de servicios turísticos a lo largo del horizonte de proyección, tras estimarse que en 2021 apenas ascenderán al 35 % de los observados en 2019. En todo caso, en promedio anual, este agregado mostraría cierto retraso en su recuperación con respecto a lo anticipado en las proyecciones de septiembre (véase gráfico 4).

Las importaciones de bienes y de servicios presentarán también una senda ascendente en el trienio 2022-2024,

en línea con la recuperación de la demanda final. Como en el caso de las exportaciones, el avance de las compras de bienes al exterior se vería limitado, a corto plazo, por los problemas de abastecimiento registrados a escala global. En consecuencia, en términos netos, la magnitud del impacto de estas dificultades sobre la contribución del comercio exterior de bienes al crecimiento del PIB será reducida.

En el mercado laboral, la trayectoria ascendente de las horas trabajadas y del número de ocupados se prolongará a lo largo del horizonte de proyección. Tras alcanzar el 7,4 % en 2021, el ritmo de avance de las horas trabajadas se moderará progresivamente en el trienio posterior, hasta situarse en el 1,3 % en 2024. En consonancia con la recuperación del empleo, la tasa de paro seguirá descendiendo a lo largo del horizonte de proyección, hasta pasar a situarse por debajo de los niveles previos a la pandemia a partir del segundo semestre de 2022.

El saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (AAPP) mejorará a lo largo del horizonte de proyección. La reducción del déficit público en porcentaje del PIB obedecerá tanto a la naturaleza temporal de una parte de las medidas discrecionales adoptadas para hacer frente a las consecuencias de la pandemia como a la mejora cíclica. En todo caso, el desequilibrio de las cuentas públicas permanecerá en cotas todavía muy elevadas al final del horizonte de proyección. Como resultado de las trayectorias proyectadas para el saldo de las AAPP y para el PIB nominal, la ratio de endeudamiento público presentaría descensos modestos a lo largo del horizonte temporal considerado, de forma que en 2024 se situaría en registros todavía muy elevados (113,5 % del PIB, en torno a 6 pp por debajo de la cota alcanzada en 2020).

Precios y costes

Como se ha indicado, uno de los factores que han limitado el avance de la demanda en la parte final del año ha sido el marcado repunte de las tasas de inflación, muy superior al que habían anticipado los ejercicios de previsión recientes tanto del Banco de España como de otras instituciones. El aumento interanual de los precios de consumo, medidos a través del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), ha pasado del -0,6 % en diciembre de 2020 al 5,5 % en noviembre de 2021, su cota más alta desde septiembre de 1992. Este fuerte

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

repunte ha respondido, principalmente, al intenso crecimiento de los precios energéticos (y, en particular, de la electricidad) y, en menor medida, al incremento de los precios de los servicios⁷.

En todo caso, los factores que han influido en mayor grado en la evolución de la inflación a lo largo de 2021 tienen, en principio, un carácter predominantemente transitorio. El primero de estos elementos, de naturaleza estadística, está relacionado con la acusada ralentización de los precios de algunos componentes de la cesta de consumo desde el inicio de la pandemia hasta el verano de 2020. Esta desaceleración generó efectos base de magnitud significativa, que han repercutido al alza de forma notable en la inflación general desde la primavera de 2021 (véanse las barras azules del gráfico 5)⁸.

En segundo lugar, la recuperación de la demanda tras el levantamiento gradual de las restricciones impuestas a raíz de la pandemia ha dado lugar a una cierta normalización de los niveles de precios de numerosas rúbricas del IAPC (sobre todo en el caso de algunos servicios). Un tercer elemento que ha desempeñado un papel relevante en la evolución de la inflación general en España ha sido el encarecimiento de la electricidad, explicado, a su vez, principalmente, por el acusado repunte de los precios del gas natural en los mercados europeos.

Por último, como se ha expuesto con anterioridad, la progresiva reapertura de las economías tras el levantamiento de las severas restricciones iniciales en respuesta a la pandemia no se ha traducido en una

Gráfico 5
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO. EFECTOS BASE Y CORRIENTES (a)

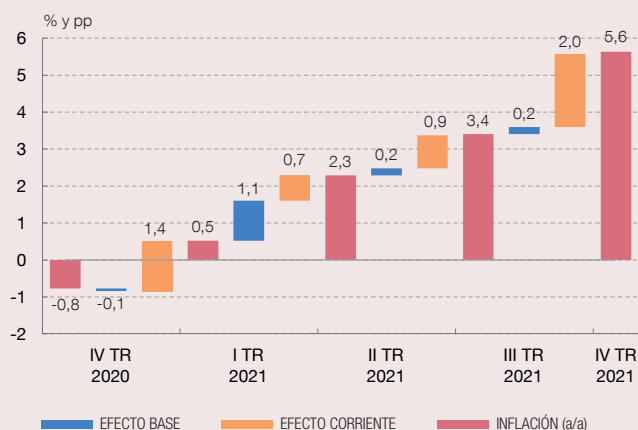
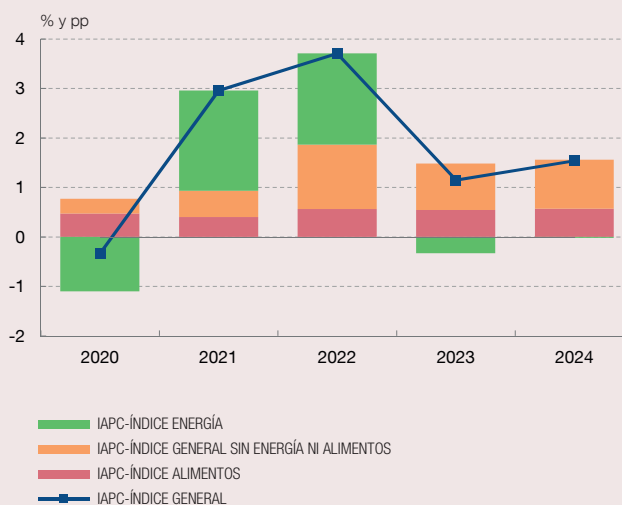


Gráfico 6
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMPONENTES



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Se llama «efecto corriente» a la diferencia entre el cambio experimentado en la tasa intertrimestral en un trimestre y la variación intertrimestral promedio de ese trimestre entre 2014 y 2018, y se llama «efecto base» al efecto corriente del año anterior, cambiado de signo.

7 En todo caso, a un nivel mayor de desagregación, el repunte ha sido superior entre los bienes industriales no energéticos. Para un análisis detallado del reciente proceso inflacionista en España y en el conjunto del área del euro, véase P. Hernández de Cos (2021), «La inflación: evolución reciente, perspectivas e implicaciones de política monetaria», XII Encuentro Sector Financiero Expansión-KPMG.

8 Se denomina «efecto base» al efecto, puramente estadístico, que surge por el hecho de que la tasa de variación interanual en un determinado mes se vea afectada por las variaciones intermensuales, anormalmente bajas o altas, observadas en el mismo mes del año anterior. Para una explicación más detallada de los efectos base, véase, «El repunte reciente de la inflación en España y las perspectivas de corto plazo», recuadro 3, «Informe trimestral de la economía española», Boletín Económico, 12/2016, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

normalización inmediata de la actividad. Por el contrario, la aparición de cuellos de botella en la producción, unida al encarecimiento del transporte marítimo mundial⁹, se ha traducido en un fuerte incremento de los precios de numerosas materias primas y bienes intermedios. Este aumento de los costes de producción ha sido más intenso en las ramas que han experimentado mayores dificultades de suministros¹⁰.

Las empresas han comenzado a repercutir los aumentos de costes a los precios de venta de sus productos, proceso que podría prolongarse en los próximos meses, ya que la evidencia histórica apunta a que la traslación de los incrementos de precios de producción al IAPC (que, en todo caso, es muy parcial) se produce con un cierto desfase.

Se espera que, en el curso del próximo año, se desvanezcan los factores que han alimentado el aumento de la inflación a lo largo de 2021. En primer lugar, los efectos base positivos relacionados con la pandemia se irán atenuando progresivamente en los próximos meses, hasta desaparecer por completo a partir de la primavera de 2022. En segundo lugar, se prevé que, a mediados del próximo año, comience a observarse un alivio gradual de las alteraciones en las cadenas productivas, que, de confirmarse, ayudará a que tiendan a corregirse los incrementos observados en los precios intermedios de producción. Por último, de acuerdo con las cotizaciones de la electricidad en los mercados de futuros, cabe prever que una parte considerable del aumento observado en su precio en el mercado mayorista revierta a partir de la próxima primavera.

En estas condiciones, la tasa de variación interanual del IAPC general alcanzaría un máximo entre el último trimestre de 2021 y el primero de 2022, y se reduciría posteriormente de forma progresiva. No obstante, en términos de las tasas medias anuales, el IAPC se aceleraría desde el 3% en 2021 hasta el 3,7% en 2022 (véase gráfico 6). Como consecuencia de la desaparición de los efectos transitorios que se han enumerado, la tasa anual se reduciría con intensidad en 2023 (hasta el 1,2%). En

2024 se observaría un ligero repunte, hasta el 1,5%, como reflejo de la evolución de los componentes no energéticos. El nivel máximo de la inflación subyacente se alcanzaría unos meses más tarde que en el caso del índice general, tras lo cual disminuiría, entre finales de 2022 y comienzos de 2023, como resultado del desvanecimiento de los cuellos de botella. En el último bienio del horizonte de proyección, la reducción paulatina del grado de holgura cíclica daría lugar a un aumento sostenido, aunque moderado, de la tasa de inflación subyacente, hasta alcanzar, en promedio, el 1,6% en 2024.

En comparación con las proyecciones de septiembre, la elevación del punto de origen, unida a los mayores crecimientos esperados de los precios energéticos, da como resultado una revisión al alza de las previsiones de inflación para 2021 y 2022 en relación con las publicadas en el ejercicio de proyección de septiembre, en tanto que las correspondientes a 2023 apenas han variado. La inflación subyacente presenta revisiones en la misma dirección, aunque de menor cuantía.

Las fuentes de incertidumbre en torno al escenario central

Las perspectivas macroeconómicas siguen estando sometidas a un grado elevado de incertidumbre. En primer lugar, las proyecciones asumen que el impacto de la pandemia sobre la actividad económica seguirá reduciéndose en los próximos trimestres, hasta, eventualmente, desaparecer. Sin embargo, el repunte reciente en la incidencia de la enfermedad, a pesar de los grandes avances en el proceso de inmunización de la población, y la aparición de la variante ómicron conducen a que no puedan descartarse otros escenarios epidemiológicos más adversos (vinculados a una eventual propagación de variedades del virus más infecciosas y, en el peor de los casos, resistentes a las vacunas) que requieran la reintroducción de medidas de contención más severas. El impacto de estas medidas sobre la actividad sería, en principio, más moderado que en los estadios iniciales de la crisis sanitaria, en un contexto en el que el grado de adaptación de las distintas economías

⁹ El aumento de la demanda global generó un incremento de la necesidad del transporte de mercancías. Al mismo tiempo, las medidas de contención frente a la pandemia dieron lugar a alteraciones en la actividad portuaria. Véase Attinasi *et al.* (2021), «La escasez de semiconductores y sus implicaciones para el comercio, la producción y los precios en la zona del euro», recuadro 6, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco Central Europeo.

¹⁰ M. Izquierdo (2021), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: noviembre de 2021», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 4/2021, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

a la pandemia ha ido aumentando con las sucesivas olas de esta.

Además, subsisten una serie de fuentes de incertidumbre adicionales, ya presentes en los ejercicios de proyección precedentes. Estas incluyen las dudas acerca del grado de persistencia de los episodios actuales del repunte de la inflación y de los cuellos de botella en la producción, el destino que los consumidores puedan dar a la bolsa de ahorro que han acumulado desde el inicio de la pandemia, la velocidad de recuperación del turismo extranjero, el ritmo de ejecución del programa NGEU (así como las características de los proyectos acogidos a este) y los posibles daños de la crisis sobre el tejido empresarial.

Como se ha señalado, el escenario central asume que el actual repunte de la inflación de los precios energéticos y de numerosos bienes intermedios tendrá un carácter transitorio. Sin embargo, cuanto mayor sea la duración de ese episodio de aumento de algunos precios y costes, más elevada será la probabilidad de que se filtre, de modo más generalizado, al conjunto de precios finales de la economía, así como a las demandas salariales, lo que generaría fenómenos inflacionistas más persistentes.

Así, en primer lugar, un hipotético recrudescimiento de las tensiones geopolíticas podría reavivar las presiones sobre los precios del gas en Europa. En segundo lugar, aunque la repercusión del encarecimiento de algunos consumos intermedios en los precios finales haya sido, por el momento, limitada, la prolongación en el tiempo de los problemas de abastecimiento recientes podría dar lugar a que esa traslación fuera más intensa.

Por su parte, la transmisión del repunte de la inflación a las demandas salariales constituye el punto de partida de lo que se denomina habitualmente «efectos de segunda vuelta», de acuerdo con los cuales los aumentos de costes salariales y precios se realimentan mutuamente. El supuesto realizado en el escenario central de que esa transmisión será reducida se fundamenta en el carácter plurianual de la negociación colectiva (que hace que, en la práctica, la evolución de la inflación y, en general, de las condiciones económicas en un momento dado tenga una capacidad limitada de influir de forma inmediata en los resultados de la negociación colectiva, ya que la renegociación de los convenios colectivos tiene lugar

cada dos o tres años en promedio) y en la reducida prevalencia actual de las cláusulas de salvaguarda (a través de las cuales el importe de los incrementos salariales es indiciado a los desarrollos de la inflación). Además, previsiblemente, el grado de holgura que aún presenta la economía supondrá, a corto plazo, una fuente de contención adicional de las demandas de incrementos salariales, al menos en los sectores más retrasados en la recuperación.

Por el momento, la hipótesis de escasa traslación del repunte inflacionista a los salarios se está viendo confirmada en la práctica, aunque hay que tener en cuenta que la información disponible hasta el mes de noviembre recoge aún, fundamentalmente, la evolución de la negociación en meses con tasas de inflación más reducidas¹¹. Además, no se puede descartar que una hipotética mayor persistencia de los actuales aumentos de precios y de costes intermedios diera lugar a una mayor transmisión a los costes laborales.

Las proyecciones incorporan el supuesto de que, para llevar a cabo su gasto de consumo, los hogares recurrirán solo parcialmente a la cuantiosa bolsa de ahorro acumulada durante la crisis. Este supuesto se apoya en la constatación de que el grueso del ahorro se ha concentrado en familias de ingresos altos (con menor propensión marginal a consumir) y de que una parte mayoritaria del gasto no materializado durante la pandemia (en servicios como la restauración y el ocio) debido a las restricciones no es fácilmente aplazable. Sin embargo, a pesar de estos factores mitigadores, no puede descartarse que el ahorro acumulado durante la crisis sea destinado al gasto en bienes y servicios de consumo en una proporción más elevada que la considerada en el escenario central.

Asimismo, cabe la posibilidad de que, ante una eventual solución definitiva de la crisis sanitaria, pueda producirse una recuperación más rápida de los flujos turísticos procedentes del resto del mundo. En la dirección contraria, la pandemia podría originar cambios de hábitos más persistentes en los viajes de negocios que frenasen dicha recuperación. No obstante, este último efecto sería limitado, dado el peso reducido de este tipo de exportaciones turísticas dentro del total.

11 En concreto, el aumento medio pactado para 2021 ha sido, hasta noviembre, del 1,5 %, tres décimas menos que el acordado para 2020. Es cierto, no obstante, que en los convenios de nueva firma se observa un repunte desde el 1,1 % en 2020 hasta el 1,5 % en 2021.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

Un factor de incertidumbre adicional está asociado al impacto multiplicador sobre la actividad de los proyectos asociados al programa NGEU, así como a su distribución temporal (lo que incide notablemente sobre el perfil de crecimiento del PIB).

Por último, también persiste una alta incertidumbre en relación con la magnitud de los daños persistentes que el COVID-19 pueda haber dejado en términos de desempleo estructural y destrucción del tejido productivo. La efectividad percibida hasta la fecha de las políticas desplegadas para evitar esos efectos apoya el supuesto realizado en estas proyecciones de que, a escala agregada, los daños serán limitados. Por un lado, han podido advertirse algunas señales de deterioro de la solvencia de las empresas, concentradas fundamentalmente en las ramas más afectadas por la pandemia, como un cierto empeoramiento de la calidad crediticia en algunas carteras de préstamos de los bancos y un repunte del número de empresas que se encuentran en concurso de acreedores. Por otro lado, los datos más recientes muestran, sin embargo, una moderación de estas tendencias.

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

La construcción de las proyecciones se sustenta sobre el cumplimiento de determinados supuestos acerca de la trayectoria de un conjunto de variables referidas a los mercados exteriores de bienes y de servicios de la economía española, a los precios en los mercados financieros y de materias primas, y a la política fiscal. Las hipótesis referidas a los mercados de exportación de España y a los precios de los competidores en su moneda nacional, que emplean información hasta el 25 de noviembre, se han tomado de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2021*. Los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés, los tipos de cambio y los precios del petróleo y otras materias primas están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre de cada ejercicio de proyecciones (que, en este caso, es el 28 de noviembre). En cuanto a los tipos de cambio, se adopta la cotización en el mercado de contado, mientras que, para el resto de las variables enunciadas, se toman en consideración los valores observados en los mercados de futuros para cada momento del horizonte de proyección.

En comparación con las proyecciones de septiembre, destacan varios cambios en relación con los supuestos utilizados en el escenario central. En primer lugar, la evolución proyectada para los mercados de exportación en 2021 y 2022 es ahora algo menos favorable de lo que se anticipaba hace tres meses, con revisiones a la baja de las tasas de crecimiento de en torno a 1 pp en ambos ejercicios. En contraposición, el crecimiento anticipado para 2023 es ahora más elevado (1,7 pp). Estas revisiones en términos de las medias anuales reflejan una evolución menos dinámica de dichos mercados en el período más reciente de lo que se anticipaba hace tres meses, mientras que, por el contrario, las perspectivas para el período comprendido entre mediados de 2022 y mediados de 2023 son ahora algo más favorables, y apenas han variado en la segunda mitad de este último año.

En segundo lugar, los precios del petróleo son ahora más elevados que los anticipados en septiembre. En promedio, tras situarse este año en casi 72 dólares, el precio del barril de crudo repuntaría hasta los 77,5 dólares en 2022 y descendería hasta los 72,3 en 2023 (lo que supone revisiones al alza del 12 % y el 11 %, respectivamente, con respecto al supuesto utilizado en septiembre). En 2024 pasaría a situarse en 69,4 dólares. Por su parte, el tipo de cambio del euro se ha depreciado en los últimos tres meses en los mercados de contado (en torno al 5 %, tanto frente al dólar como en términos efectivos nominales).

Los restantes cambios en los supuestos externos con respecto a los empleados en septiembre tienen un tamaño más modesto y, en consecuencia, un impacto menor sobre las proyecciones. En particular, las rentabilidades negociadas en los mercados de deuda soberana al plazo de diez años en las fechas previas al cierre de estas proyecciones son similares a las de septiembre para el conjunto del horizonte considerado. En concreto, esta variable se situaría, en promedio, en el 0,4 %, el 0,6 %, el 0,8 % y el 1,1 % en 2021, 2022, 2023 y 2024, respectivamente. Por otra parte, la senda ligeramente ascendente que los mercados financieros anticipan para los tipos de interés a corto plazo es ahora algo más pronunciada que hace tres meses. En concreto, el euríbor a tres meses pasaría del -0,5 % en 2021 al -0,2 % en 2023, y aumentaría hasta el 0 % en 2024.

Además, se han realizado supuestos explícitos sobre el precio de la electricidad, dado que la magnitud de su encarecimiento reciente comporta implicaciones de

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

cierta entidad para las perspectivas macroeconómicas. En concreto, las hipótesis formuladas han tomado en consideración las cotizaciones en los mercados mayoristas de futuros hasta finales de 2022. Sin embargo, para 2023 y 2024 la información sobre los precios negociados en estos mercados es más escasa, por lo que, como ya se hiciera en septiembre, se ha optado por realizar un supuesto, relativamente neutral, que contempla aumentos de precios intermensuales iguales al promedio observado en los años anteriores al inicio de la pandemia.

En el ámbito de la política fiscal, las principales novedades con respecto a septiembre proceden del Proyecto de Presupuestos Generales del Estado (PGE) para 2022, actualmente en proceso de tramitación por el Senado, y

del Plan Presupuestario para ese mismo año, enviado a Bruselas el pasado mes de octubre.

En particular, los PGE incorporan la previsión de una paga compensatoria a los pensionistas, cuya cuantía se calcula a partir de la diferencia positiva entre la inflación media en el período de 12 meses comprendido entre diciembre de 2020 y noviembre de 2021 y la subida del 0,9% aprobada a principios de año. Esta paga sería adicional al aumento para 2022 en consonancia con el nuevo mecanismo, contenido en la Ley de Garantía del Poder Adquisitivo de las Pensiones, actualmente en tramitación parlamentaria, que establece que las pensiones se incrementarán anualmente de acuerdo con la tasa de inflación media del período de 12 meses que concluye en noviembre del año previo. Con los datos ya disponibles de inflación hasta noviembre, la compensación

Cuadro A.1
ENTORNO INTERNACIONAL Y CONDICIONES MONETARIAS Y FINANCIERAS (a)

Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario

	2020	Proyecciones de diciembre de 2021				Diferencia entre las previsiones actuales y las de septiembre de 2021 (b)		
		2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023
Mercados de exportación de España (c)	-10,7	8,3	5,3	5,5	3,2	-0,9	-1,1	1,7
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	41,5	71,8	77,5	72,3	69,4	3,0	8,4	7,0
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,14	1,18	1,13	1,13	1,13	-0,01	-0,05	-0,05
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	117,8	120,7	116,7	116,7	116,7	-0,8	-4,1	-4,1
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (e)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años) (e)	0,4	0,4	0,6	0,8	1,1	0,0	0,1	0,1

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 25 de noviembre de 2021 para los mercados de exportación de España y 28 de noviembre de 2021 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 y el tipo de cambio dólar/euro, porcentuales para 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 2021*.
- 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.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

de 2021 supondrá un importe adicional del 1,6% y un gasto mayor de 0,2 pp del PIB, que se pagaría en 2022, pero cuyo impacto en la Contabilidad Nacional se produciría en 2021.

Para el año en curso, las proyecciones incorporan también la última información disponible relativa a la ejecución presupuestaria publicada por la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE). En este sentido, destaca el notable incremento de los ingresos y, en particular, de los impuestos, que lleva a revisar al alza su avance estimado en el año.

En conjunto, la información actualizada de ingresos y de gastos llevaría a un saldo de las AAPP en 2021 ligeramente menos deficitario de lo anticipado en septiembre. A ello se une el cambio en el supuesto acerca del impacto de los gastos del programa NGEU correspondientes al REACT-EU sobre el saldo presupuestario de este año. De acuerdo con la última información disponible, el impacto será finalmente nulo¹². Ello supone una mejora de dos décimas en el saldo de las AAPP en 2021. En sentido contrario, la revisión a la baja del PIB nominal previsto para este año eleva el déficit público en porcentaje del PIB en una décima.

De cara a 2022, se incorporan las subidas previstas en los PGE, del 2% para las remuneraciones de los empleados públicos y del 3% para las pensiones mínimas¹³. Por el lado de los ingresos, las novedades son de escasa relevancia cuantitativa. En cualquier caso, se asume que buena parte del incremento excepcional de la ratio de ingresos sobre PIB registrada en 2021 revertiría en 2022 y 2023.

Por otro lado, en relación con los proyectos que se financiarán con fondos del programa NGEU, los gastos

de 2021, 2022 y 2023 han sido revisados a la baja en cierta medida, y se han desplazado a 2024. Ante la escasez, por el momento, de datos oficiales sobre la ejecución de estos proyectos, se ha tenido en cuenta la información sobre convocatorias realizadas, contenida en el sitio web del PRTR, junto con la formulación de determinados supuestos sobre el calendario de ejecución. Bajo las hipótesis actuales, el programa NGEU tendría un impacto de 1,6 pp sobre la tasa de crecimiento estimada del PIB en 2022 (0,3 pp en 2021).

Para el resto de las variables y años, las previsiones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. Así, las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —como, por ejemplo, las compras de bienes y de servicios— evolucionarían en línea con el crecimiento potencial de la economía española. La inversión pública y las transferencias de capital pagadas vienen determinadas fundamentalmente por los supuestos realizados sobre el programa NGEU, mientras que los ingresos públicos, el gasto en pensiones, las prestaciones por desempleo y el pago de intereses evolucionarán de acuerdo con sus determinantes habituales¹⁴.

A la luz de estos supuestos y previsiones relativos a las variables fiscales, y dada la brecha de producción estimada de manera coherente con el resto de las proyecciones macroeconómicas, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario neto de los fondos europeos¹⁵, sería expansivo en 2021 y 2022 (1,1 pp del PIB en el conjunto de ambos años), para pasar a ser contractivo en 2023 y, especialmente, en 2024, como consecuencia del menor volumen de gastos financiados con el programa NGEU.

12 La información disponible en septiembre apuntaba a que la parte del programa NGEU correspondiente al REACT-EU sería contabilizada de igual forma que los fondos estructurales de la Unión Europea (UE), que no afectan al déficit a largo plazo, pero sí lo hacen en años concretos, debido a desfases en la contabilización de gastos e ingresos. Este fue el supuesto realizado en septiembre, en línea con la AIReF y con la información de las comunidades autónomas. Recientemente, sin embargo, la IGAE ha comunicado que se aplicará el mismo criterio al programa REACT-EU que al resto del NGEU, de modo que las correspondientes partidas de ingresos y de gastos serán anotadas de forma que no habrá efectos sobre el déficit de la Contabilidad Nacional de ningún año, en línea con las directrices de Eurostat.

13 Frente al 2,5% en que se incrementarían estas de forma general, según la inflación media hasta noviembre de 2021, como ya se ha señalado.

14 En concreto, se asume que los ingresos públicos crecerán en línea con sus bases impositivas, que dependen principalmente del contexto macroeconómico. No obstante, para 2022 y 2023 se incorpora una corrección del aumento excepcional de la ratio de ingresos sobre PIB de 2021. El gasto en pensiones de 2023 y 2024 viene determinado por las tendencias demográficas y por la indiciación prevista de su importe con el IPC, las prestaciones por desempleo dependen esencialmente de la evolución del paro y los pagos por intereses reflejan los movimientos en el endeudamiento público y los tipos de interés.

15 Los fondos europeos procedentes del programa NGEU no afectan al déficit en términos contables, pero sí al tono de la política fiscal, ya que suponen un aumento del gasto público, aunque no sean el fruto de la recaudación sobre los agentes residentes. Por tanto, para medir correctamente el tono de la política fiscal, la variación del saldo estructural primario se debe corregir de este efecto, restándole la variación del saldo neto de recursos procedentes de la UE.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2021-2024): CONTRIBUCIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA AL EJERCICIO CONJUNTO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE DE 2021 (cont.)

Esquema 1

SÍNTESIS DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 2021-2024

	2021	2022	2023	2024	PRINCIPALES MOTIVOS PARA LA REVISIÓN (respecto a las previsiones de septiembre)
PIB	4,5 % ↓ 1,9 pp	5,4 % ↓ 0,4 pp	3,9 % ↑ 1,9 pp	1,8 %	<ul style="list-style-type: none"> – Sorpresas a la baja en los datos de crecimiento económico en el segundo y en el tercer trimestre – Menor dinamismo de la actividad en la parte transcurrida del cuarto trimestre, de acuerdo con los indicadores más recientes disponibles – Mayor persistencia de lo esperado de cuellos de botella y del repunte de los precios de la energía – Retrasos en la implementación de los proyectos asociados al programa NGEU
Inflación	3 % ↑ 0,8 pp	3,7 % ↑ 1,9 pp	1,2 % ↓ 0,1 pp	1,5 %	PRINCIPALES FUENTES DE INCERTIDUMBRE <ul style="list-style-type: none"> – Evolución de la pandemia tras el deterioro observado en las últimas semanas – Grado de persistencia de las disrupciones actuales en las cadenas globales de suministro y posible expansión fuera de las manufacturas – Duración del actual episodio de fuertes presiones inflacionistas, posibilidad de efectos de segunda vuelta e impactos directos/indirectos sobre la actividad – Senda de ejecución del programa NGEU, y de recuperación del consumo de los hogares y de los flujos turísticos internacionales

FUENTE: Banco de España.