

El inicio de la guerra en Ucrania abrió un período de enorme incertidumbre, que, tres meses y medio más tarde, continúa sin disiparse. Además, en parte como consecuencia del conflicto bélico, se han intensificado en los últimos meses las presiones inflacionistas y se han mantenido las alteraciones en las cadenas de suministros globales, factores que están limitando el dinamismo de la actividad mundial y ensombreciendo sus perspectivas futuras. La intensidad de las tensiones de los precios está acelerando los calendarios de retirada de los estímulos monetarios, en un contexto complejo en el que los bancos centrales se están viendo obligados a valorar cuidadosamente aspectos muy inciertos. Por ejemplo, los efectos de la guerra sobre la actividad económica e incluso los propios efectos de la normalización monetaria sobre la evolución de la inflación, dado que el repunte de esta variable tiene su origen, en gran medida, en factores de oferta.

La importancia de la pandemia como determinante de la actividad económica global se ha reducido significativamente. No obstante, en algunas áreas geográficas se han registrado nuevos brotes, que han requerido la reimplantación de medidas de contención. El ejemplo más notable a este respecto ha sido China, donde las nuevas restricciones han realimentado los cuellos de botella de las cadenas globales de producción. Por el contrario, en las economías avanzadas, en las que, en general, el proceso de vacunación ha tenido más éxito, comparativamente, la incidencia de la enfermedad ha disminuido de manera significativa, lo que ha permitido eliminar casi por completo las medidas de contención.

El fin de las restricciones está teniendo un impacto positivo sobre la actividad económica. El impulso está siendo especialmente pronunciado en el caso de las ramas de los servicios en las que desempeña un papel fundamental la interacción personal. Dado que estas ramas presentan un peso relativamente elevado en la estructura productiva española, la actividad económica en nuestro país está cobrando un tono algo más dinámico en los meses de primavera, tras el escaso empuje mostrado al inicio del año.

El nivel persistentemente elevado de los precios de la energía ha continuado siendo un determinante de primer orden en los desarrollos económicos en nuestro país. España importa el gas y el petróleo que consume, por lo que una subida de precios como la que se ha observado desde comienzos de 2021 tiene un pronunciado impacto negativo sobre el poder adquisitivo de las rentas y, por tanto, sobre el gasto de los agentes privados. En cualquier caso, más allá del fuerte repunte de los precios de la energía —también de los alimentos—, en los primeros meses de 2022 se han sucedido las sorpresas al alza, asimismo, en el componente subyacente

Cuadro 1

PRINCIPALES AGREGADOS MACROECONÓMICOS DE ESPAÑA (a)

	2021	2020		2021				2022	
		III TR	IV TR	I TR	II TR	III TR	IV TR	I TR	II TR
Contabilidad Nacional									
Tasas de variación intertrimestral, salvo indicación contraria									
PIB	5,1	16,8	0,2	-0,5	1,1	2,6	2,2	0,3	0,4
Contribución de la demanda nacional (b)	4,7	15,4	-0,1	-0,7	2,5	0,8	1,2	-1,2	1,2
Contribución de la demanda exterior neta (b)	0,5	1,4	0,3	0,2	-1,4	1,8	1,0	1,5	-0,8
Tasas de variación interanual									
Empleo horas trabajadas	7,0	-6,3	-6,1	-2,7	29,7	3,3	2,7	7,5	3,5
Indicadores de precios									
IAPC	3,0	-0,6	-0,8	0,5	2,3	3,4	5,8	7,9	7,8
IAPC sin energía ni alimentos	0,6	0,1	-0,1	0,1	-0,2	0,7	1,6	2,6	3,4

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Información disponible hasta el día 24 de mayo de 2022. Las celdas sombreadas en gris son proyecciones del Banco de España.

b Contribución a la tasa de variación intertrimestral del PIB, en puntos porcentuales.

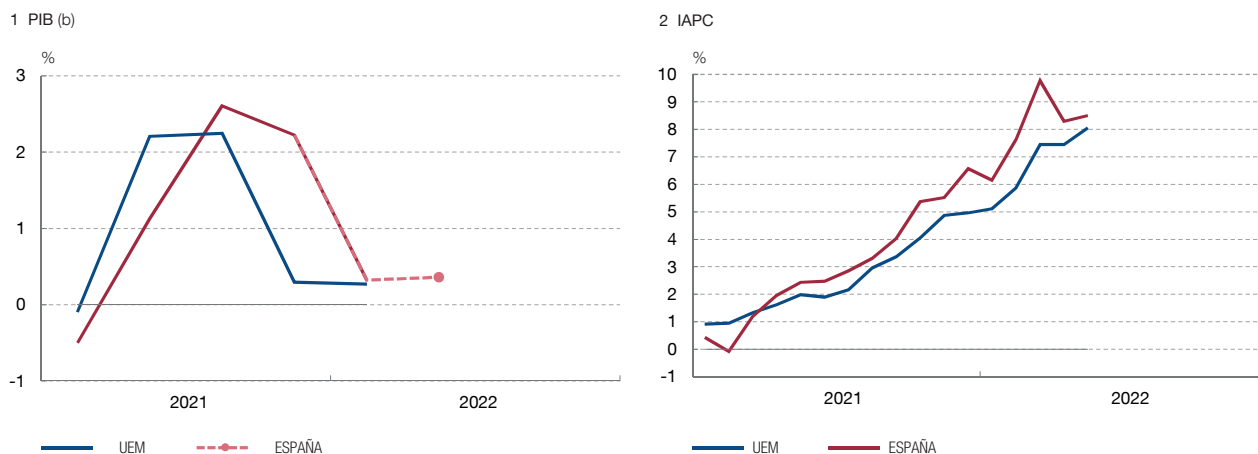
de la inflación. En efecto, la prolongación del período de incrementos de costes de los *inputs* ha hecho que los aumentos de la inflación se hayan ido transfiriendo de modo creciente (y con una intensidad mayor de lo previsto) a los componentes de bienes industriales no energéticos y a los servicios del IAPC. Sin embargo, apenas se aprecian, por el momento, señales de que el repunte de los precios de consumo esté siendo trasladado a las demandas salariales. Para asegurar, desde la perspectiva del área del euro, que la inflación retorna en el medio plazo al objetivo del 2 %, el Consejo de Gobierno del BCE decidió, el 9 de junio, adoptar nuevos pasos en la normalización de su política monetaria, que, entre otros, incluyen un preanuncio de su intención de elevar sus tipos de interés en julio [en 25 puntos básicos (pb)] y en septiembre (en una cuantía que dependerá de la evolución de las perspectivas de inflación de medio plazo).

En los meses de abril y mayo se ha mantenido la fortaleza de la creación de empleo. En términos agregados, el ritmo de avance de la ocupación ha sido solo ligeramente inferior al observado en esos mismos meses en los años previos a la pandemia, pero los desarrollos por ramas han sido muy heterogéneos. En particular, el empleo ha mostrado un dinamismo elevado en las actividades más favorecidas por la eliminación de las restricciones motivadas por la pandemia, mientras que ha experimentado una desaceleración notable en algunas de las ramas en las que se observaron mayores crecimientos durante la crisis sanitaria —como la sanidad y la educación— y en las más afectadas por los cuellos de botella —como las manufacturas y la construcción—.

Gráfico 1

LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ACTIVIDAD HA SIDO ALGO MÁS FAVORABLE EN EL SEGUNDO TRIMESTRE, EN UN CONTEXTO EN EL QUE SE HAN SUCEDIDO LAS SORPRESAS INFLACIONISTAS (a)

La retirada de las medidas de contención de la pandemia ha permitido que las ramas de servicios más afectadas por las restricciones cobren un mayor dinamismo. Por otra parte, se ha producido una aceleración de los precios de consumo, con el trasfondo del mantenimiento de niveles elevados de los precios de la energía y los alimentos y de una creciente traslación de los aumentos de los costes a otros precios.



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Tasas de variación intertrimestral sobre las series ajustadas de estacionalidad, en el caso del PIB, y tasas de variación interanual sobre las series originales, en el del IAPC.
- b Los datos del segundo trimestre son proyecciones del Banco de España.

En el escenario central de las proyecciones más recientes del Banco de España, se espera que el PIB de la economía española aumente un 4,1 % en 2022 y que siga creciendo de una forma relativamente robusta en 2023 (un 2,8 %) y en 2024 (un 2,6 %)¹. Estas perspectivas descansan sobre un conjunto de supuestos acerca de los cuales existe un elevado grado de incertidumbre. En concreto, se contempla una moderación de los precios de los bienes energéticos y alimenticios de acuerdo con las sendas de los mercados de futuros, una mitigación gradual de los cuellos de botella en el transcurso de este año, un alivio gradual de las consecuencias de la guerra y una moderada traslación de los aumentos de los costes y los precios pasados a los precios finales de los productos y a las demandas salariales. Bajo estos supuestos, la tasa de variación del IAPC general alcanzaría un 7,2 % en el promedio de 2022, para moderarse de forma apreciable en 2023 (hasta el 2,6 %) y en 2024 (hasta el 1,8 %).

Estas proyecciones están sometidas a riesgos significativos, orientados a la baja en el caso del crecimiento del PIB y al alza en el de la inflación. En particular, si bien las expectativas de inflación de medio plazo en el área del euro permanecen ancladas en torno al objetivo de política monetaria del 2 %, se advierten algunas señales que apuntan a un aumento incipiente de los riesgos de desanclaje (tanto en las medidas de esas

1 Véase el recuadro 1, «Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)», de este Informe.

	PRINCIPALES DESARROLLOS RECIENTES	PERSPECTIVAS A CORTO PLAZO	FUENTES DE INCERTIDUMBRE
ACTIVIDAD	El crecimiento global, que se vio lastrado a comienzos del año por el repunte de la pandemia, ha continuado ralentizándose en los últimos meses como consecuencia, principalmente, de la guerra en Ucrania	Los efectos adversos de la guerra en Ucrania, la estrategia de «COVID cero» en China y la retirada progresiva de los estímulos de las políticas económicas limitan las perspectivas de crecimiento para los próximos trimestres a escala global, a pesar del levantamiento de las restricciones asociadas a la pandemia en la mayoría de las economías avanzadas	<ul style="list-style-type: none"> — La evolución de los precios de la energía y de los alimentos, y los posibles efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación — La duración e intensidad del conflicto bélico en Ucrania, y la persistencia de las posibles secuelas geopolíticas, así como de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministros
PRECIOS	El encarecimiento de la energía y de los alimentos, y la prolongación de los cuellos de botella han continuado impulsando la inflación al alza. Las presiones inflacionistas son ya generalizadas en la cesta de bienes y servicios de consumo, y afectan también a la inflación subyacente	Se revisa significativamente al alza la inflación prevista en el promedio de 2022 y, en menor medida, de 2023. No obstante, se continúa esperando que las elevadas tasas de inflación actuales se moderen gradualmente a lo largo de los próximos trimestres, siempre y cuando no se materialicen efectos indirectos o de segunda vuelta significativos	<ul style="list-style-type: none"> — La evolución de las condiciones financieras globales y de la estabilidad financiera en un contexto de normalización de la política monetaria a escala global
OTROS	En un contexto de elevada inflación, la mayoría de los bancos centrales mundiales, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, han proseguido con el endurecimiento del tono de su política monetaria	En un contexto de elevada volatilidad, condicionado por el endurecimiento de las políticas monetarias y por la preocupación de los inversores por el crecimiento económico, es probable que las condiciones financieras a escala global continúen tensionándose	<ul style="list-style-type: none"> — La naturaleza y magnitud de la respuesta de la política fiscal que se despliegue para hacer frente a las consecuencias adversas de la guerra — La evolución de la pandemia

FUENTE: Banco de España.

expectativas procedentes de encuestas a distintos agentes económicos como en las que se construyen a partir de la información de los mercados financieros).

Las condiciones de financiación de la economía española han sido menos holgadas en los últimos meses. Así, por ejemplo, la rentabilidad del bono a diez años emitido por el Tesoro español ha aumentado en cerca de 188 pb desde el comienzo del año, y su diferencial frente al bono alemán se ha ampliado en casi 35 pb. Por otra parte, si bien los costes medios de los préstamos bancarios a los hogares y las empresas han permanecido en niveles históricamente reducidos en los últimos meses, dada la dinámica habitual de los mercados crediticios, cabría esperar que el aumento reciente de las rentabilidades interbancarias se acabara trasladando al coste de los préstamos bancarios concedidos a estos agentes, lo que podría incidir negativamente en su capacidad de gasto. Además, en un contexto de elevada volatilidad, condicionado por el endurecimiento de las políticas monetarias y por la preocupación de los inversores por el crecimiento económico, no pueden descartarse episodios de turbulencias financieras en los mercados internacionales de capitales, que podrían conducir a un tensionamiento adicional de las condiciones financieras.



RECUADRO 1

Se revisa a la baja el crecimiento del PIB español en 2022, ya que la actividad se desaceleró más de lo previsto en el primer trimestre del año. No obstante, en los últimos meses, la actividad económica parece haber incrementado su dinamismo. La intensidad y persistencia del repunte de los precios sigue sorprendiendo al alza. Salvo por la tasa de inflación general de 2022, que se revisa ligeramente a la baja debido a la entrada en vigor del mecanismo ibérico para rebajar la factura de la electricidad, el resto de las tasas de la inflación, general y subyacente, se revisan significativamente al alza durante el período 2022-2024



RECUADRO 2

Las expectativas de los consumidores en cuanto a la evolución futura de la inflación se han incrementado en los últimos trimestres, en particular en aquellos hogares más expuestos al aumento de los precios energéticos y en los que tienen unas peores perspectivas sobre el comportamiento futuro de la actividad



RECUADRO 3

Los márgenes empresariales de España se situaron, a finales de 2021, por debajo de los niveles previos a la pandemia, y mostraron un menor dinamismo que los del conjunto del área del euro. Además, en los trimestres más recientes, se observan signos de una cierta contención de los márgenes empresariales, si bien esta evolución agregada es compatible con una elevada heterogeneidad sectorial



RECUADRO 4

El mecanismo ibérico para limitar el precio del gas que se utiliza en la generación eléctrica reduciría la tasa de inflación prevista para 2022 en 0,5 puntos porcentuales y aumentaría en 0,1 puntos porcentuales la de 2023, si bien la incertidumbre que rodea a estas estimaciones es muy elevada

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024)

Estas proyecciones de la economía española constituyen la contribución del Banco de España a las proyecciones del Eurosistema para el conjunto del área del euro que el Banco Central Europeo (BCE) dio a conocer el 9 de junio^{1,2}. Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB español crecerá a tasas del 4,1 %, el 2,8 % y el 2,6 % en 2022, 2023 y 2024, respectivamente (véase cuadro 1). Por su parte, la inflación general se desacelerará desde el 7,2 % en 2022 hasta el 2,6 % en 2023 y el 1,8 % en 2024, mientras que el componente subyacente pasará del 3,2 % en el promedio de este año al 2,2 % y el 2 % en 2023 y 2024, respectivamente. La fecha de cierre en este ejercicio de previsiones ha sido el 24 de mayo, salvo en lo que respecta a los datos que intervienen en la elaboración de los supuestos, para los cuales la última información incorporada corresponde al 17 de mayo.

Actividad

En el primer trimestre de 2022, el ritmo de avance del PIB se moderó sustancialmente hasta el 0,3 % intertrimestral. Cronológicamente, ello se debió, inicialmente, al impacto adverso de la variante ómicron del virus del COVID-19 sobre las actividades de ocio y, después, a los efectos económicos de la invasión de Ucrania por parte de Rusia. A estos desarrollos se sumaron, al final del trimestre, las alteraciones en la producción y en la distribución

causadas por la huelga del transporte en nuestro país, factor transitorio cuya incidencia parece haber sido mayor de lo estimado en el último ejercicio de previsiones publicado por el Banco de España en abril³.

En el segundo trimestre, la guerra en Ucrania está afectando negativamente a la actividad económica a través del mantenimiento de precios elevados en numerosas materias primas (energéticas, minerales y alimenticias) (véase gráfico 1), de su impacto en la confianza de los agentes —que, en términos generales, aún no ha recuperado los niveles previos al estallido del conflicto— y de la moderación en el grado de dinamismo de los mercados mundiales —en un contexto en el que la guerra y la política de «COVID cero» de China han dificultado la resolución de los cuellos de botella en las cadenas de aprovisionamiento, o incluso los han intensificado—.

Estos efectos adversos han tendido a verse contrarrestados por otros de signo contrario, entre los que destaca la práctica eliminación de las restricciones asociadas a la crisis sanitaria, lo que está impulsando un repunte notable en los servicios que se vieron más afectados por estas. Además, el impacto del alza de la inflación sobre el consumo y la producción está siendo amortiguado parcialmente por las medidas fiscales y regulatorias adoptadas para hacerle frente. Por último, el

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
Junio de 2022	5,1	4,1	2,8	2,6	3,0	7,2	2,6	1,8	0,6	3,2	2,2	2,0	14,8	13,0	12,8	12,7
Abril de 2022	5,1	4,5	2,9	2,5	3,0	7,5	2,0	1,6	0,6	2,8	1,8	1,7	14,8	13,5	13,2	12,8

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 24 de mayo de 2022.
b Media anual.

- Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 5 de abril, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces, lo que, en particular, incluye la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre de 2022 y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de las distintas variables (véase cuadro A.1).
- Véase *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2022*.
- Véase "Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

retroceso de la confianza de los hogares de marzo se ha revertido parcialmente con posterioridad, lo que ha favorecido un mayor dinamismo del consumo en el segundo trimestre. Como resultado de todos estos factores, se estima que el PIB se elevaría un 0,4 % en el trimestre en curso, cifra sometida a un elevado grado de incertidumbre, ya que la información económica cuantitativa relativa a este es todavía limitada.

A corto plazo, se anticipa que la guerra seguirá teniendo una incidencia notable sobre la actividad. En un contexto en el que no se produzcan perturbaciones significativas adicionales, la actividad económica cobraría un mayor dinamismo a partir del tramo final de este año, en consonancia con la mejora paulatina de la confianza, la atenuación gradual de las alteraciones de las cadenas de aprovisionamiento y el despliegue progresivo de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU). Se esperan, no obstante, unas condiciones financieras algo más estrictas que las que han imperado en el pasado reciente —en parte, como consecuencia del avance en el proceso de normalización o endurecimiento de la política monetaria que están siguiendo los principales bancos centrales mundiales—, aspecto que podría contribuir a una cierta moderación del ritmo de expansión de la actividad.

La evolución prevista del PIB permitiría que la economía española recuperara el nivel de producto previo a la pandemia en la segunda mitad de 2023 (véase gráfico 2). Por componentes de demanda, en 2022 el avance de la

actividad descansaría, de forma muy significativa, en la recuperación de las exportaciones turísticas y, en menor medida, en la ejecución de proyectos de inversión asociados al programa NGEU. En cambio, en el período 2023-2024, el crecimiento se sustentaría en el mayor dinamismo esperado del consumo privado, alentado, entre otros factores, por la fortaleza de la creación de empleo —que permitiría que la tasa de paro descendiera hasta el 12,6 % al final de 2024— (véanse gráfico 3 y cuadro 2). Por su parte, el déficit público volvería a reducirse de forma apreciable en 2022 —hasta el 4,6 % del PIB, 2,3 puntos porcentuales (pp) por debajo del registrado en 2021—, si bien apenas descendería en el bienio posterior.

En comparación con las proyecciones publicadas a comienzos del pasado mes de abril, las actuales comportan una revisión a la baja del crecimiento del PIB en 2022 de 0,4 pp, como consecuencia, fundamentalmente, de la incorporación de los datos de la CNTR del primer trimestre (véase gráfico 4). En concreto, el avance menos intenso del PIB entre enero y marzo, en comparación con el que se estimaba en abril, conduce, mecánicamente, a una revisión a la baja de 0,6 pp en la tasa media de crecimiento de este año. En sentido contrario, la normalización de la actividad que se viene produciendo en las ramas más afectadas por la pandemia está siendo más rápida e intensa de lo esperado en abril, lo que repercute en un mayor dinamismo del PIB en el trimestre en curso que impulsa la tasa media de crecimiento anual en 0,2 pp. Por su parte, los cambios

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA

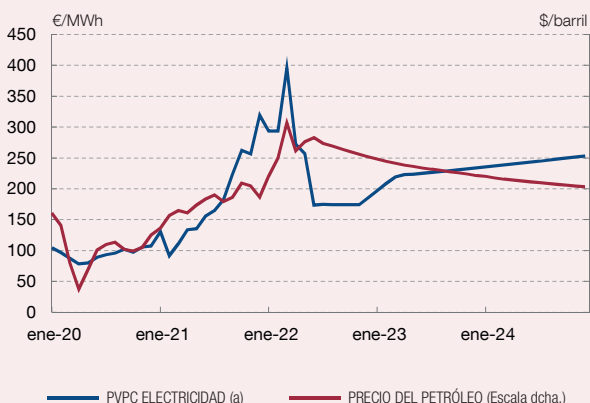
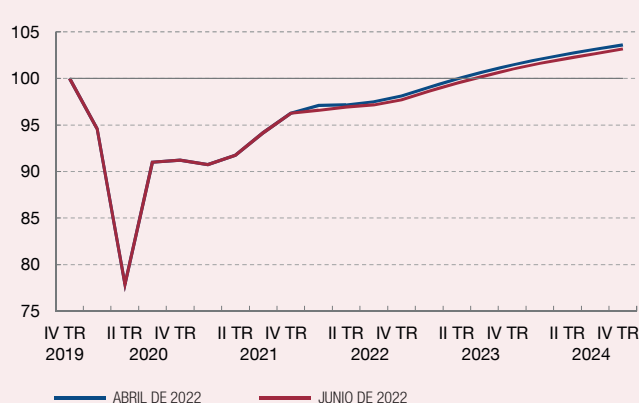


Gráfico 2
PIB REAL. NIVEL (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Reuters y Operador del Mercado Ibérico-Polo Portugués.

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

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

en los supuestos sobre los que se condicionan las proyecciones —entre los que destacan los fiscales, los financieros y los relativos a la evolución de los mercados exteriores— conllevan, en conjunto, variaciones modestas en la senda proyectada para el PIB en 2022. En el bienio posterior, las proyecciones de actividad coinciden prácticamente con las publicadas en abril, de manera que no se anticipa que la nueva información conocida entre estos dos ejercicios de previsiones pueda suponer un cambio significativo en las perspectivas de crecimiento del PIB español a medio plazo.

Precios y costes

En abril, la tasa de inflación general de la economía española, medida por el IAPC, descendió 1,5 pp, hasta el 8,3%. Este retroceso fue el resultado de dos dinámicas contrapuestas. Por un lado, los precios de la energía experimentaron una fuerte desaceleración —con una reducción en su tasa de avance interanual de 27 pp, hasta el 33,3%—, como consecuencia, en parte, de las medidas aprobadas en el Real Decreto-ley 6/2022, de 29 de marzo, en el marco del Plan Nacional de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la guerra en Ucrania. Por otro lado, sin embargo, los precios de los alimentos se aceleraron en 2,9 pp, hasta el 9,3%, y la inflación subyacente también se incrementó en 0,4 pp, hasta el 3,4%.

Hacia delante, la senda de cotizaciones de las materias primas en los mercados de futuros —que continúa

apuntando a una moderación gradual de los precios de estos insumos en los próximos trimestres—, así como la entrada en vigor del mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar la factura de la electricidad que España y Portugal han acordado con la Comisión Europea, sugiere una fuerte desaceleración del componente energético de los precios en nuestro país a lo largo del período de proyección —de modo que su tasa de variación interanual, que fue del 46% en el primer trimestre de 2022, pasaría a ser negativa a partir del verano de 2023 (véase gráfico 5)—.

En cuanto a los precios de los alimentos y al componente subyacente de la inflación, que sorprendieron al alza en abril, se prevé que sigan acelerándose a corto plazo, en un contexto en el que la guerra en Ucrania y la política de «COVID cero» de China han retrasado la resolución de las alteraciones en las cadenas globales de suministro —e incluso, en algunos casos, las han intensificado—, las empresas están llevando a cabo una traslación parcial a sus precios de venta de los incrementos que han venido sufriendo en sus costes de producción y se está produciendo un repunte relativamente vigoroso en la demanda de los servicios que conllevan una mayor interacción social (véase gráfico 6). No obstante, con una perspectiva temporal más amplia, se espera que el ritmo de avance de los precios de los alimentos y del componente subyacente se modere paulatinamente en 2023 y 2024 —aunque de forma limitada, dado que también se prevé

Gráfico 3
CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES

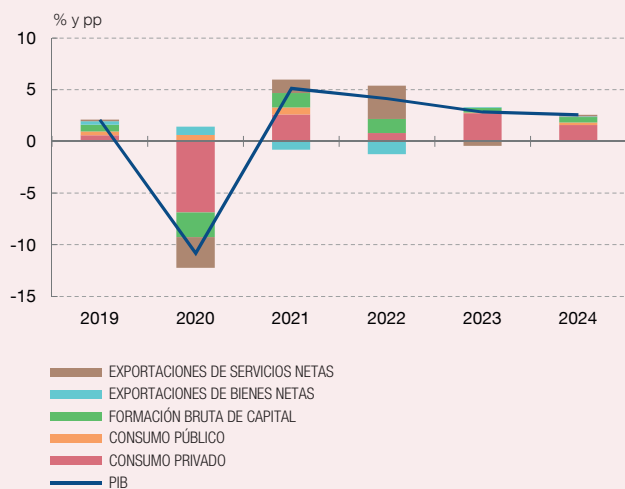
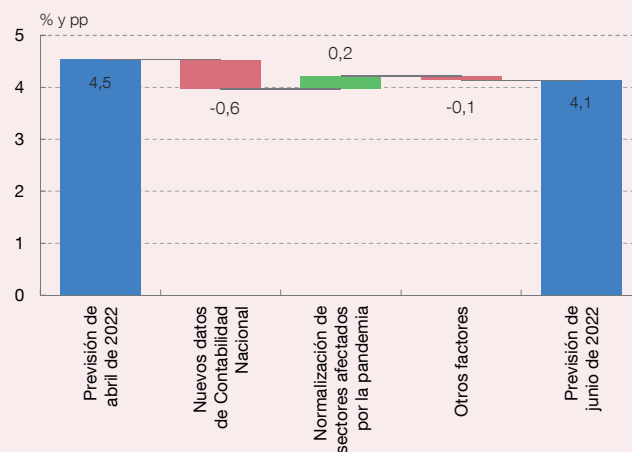


Gráfico 4
CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DEL PIB EN 2022



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

una progresiva recuperación de la demanda—, a medida que empiecen a revertir los factores que han motivado la intensificación reciente de las presiones inflacionistas en estas partidas (véase gráfico 5).

Estas proyecciones descansan crucialmente sobre un doble supuesto. Por un lado, se espera que el grueso de la traslación de los aumentos recientes de costes a los precios de venta se haya producido ya. Por otro lado, se asume que las demandas salariales responderán de forma limitada al repunte inflacionista, en consonancia con lo observado hasta la fecha, lo que evitaría que se desencadenen fenómenos de retroalimentación entre los crecimientos de los salarios y los precios finales.

En comparación con las últimas proyecciones publicadas, la sorpresa de la inflación subyacente en abril y el

supuesto de que el repunte de este componente tendrá una mayor persistencia conducen a una revisión al alza de su tasa de variación en 2022, de 0,5 pp —hasta el 3,2 %—, y, en menor medida, en 2023 y 2024 —hasta el 2,2 % y el 2 %, respectivamente—. Por el contrario, la tasa de inflación general proyectada para 2022 —del 7,2 %— es ahora 0,2 pp inferior a la anticipada en abril, como consecuencia de una revisión a la baja del componente energético que más que compensa las revisiones al alza de la inflación subyacente y del ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos en este año. Los precios esperados de la electricidad se han revisado a la baja, en parte por la incorporación, en este ejercicio de proyecciones, del mecanismo ibérico para limitar el precio del gas y rebajar la factura de la electricidad que España y Portugal han acordado con la Comisión

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

Tasas de variación anual (%) y porcentaje del PIB

	2021	Proyecciones de junio de 2022			Proyecciones de abril de 2022		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB	5,1	4,1	2,8	2,6	4,5	2,9	2,5
Consumo privado	4,6	1,4	4,9	2,8	4,5	3,9	2,4
Consumo público	3,1	-0,2	0,4	1,2	-0,3	0,8	1,2
Formación bruta de capital fijo	4,3	6,5	2,1	2,4	4,5	2,1	2,5
Exportación de bienes y de servicios	14,7	12,5	2,9	3,5	12,0	3,8	3,7
Importación de bienes y de servicios	13,9	7,0	4,0	3,1	9,0	3,3	2,9
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	4,6	2,1	3,2	2,4	3,3	2,7	2,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,5	2,0	-0,4	0,2	1,2	0,2	0,4
PIB nominal	7,4	7,2	5,8	5,0	9,1	4,8	4,3
Deflactor del PIB	2,2	2,9	2,9	2,4	4,4	1,9	1,7
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	3,0	7,2	2,6	1,8	7,5	2,0	1,6
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,6	3,2	2,2	2,0	2,8	1,8	1,7
Empleo (horas)	7,0	4,6	1,5	1,1	1,9	2,0	1,6
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	14,8	13,0	12,8	12,7	13,5	13,2	12,8
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,9	3,1	3,2	3,0	2,7	3,3	3,2
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-6,9	-4,6	-4,5	-4,2	-5,0	-5,2	-4,7
Deuda de las AAPP (% del PIB)	118,4	114,9	113,2	112,5	112,6	112,8	113,5

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 24 de mayo de 2022.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

Europea. Como se detalla en el recuadro 4 de este Informe, bajo el supuesto de que este mecanismo entra en vigor el 15 de junio, en 2022 la inflación media se reduciría en 0,5 pp⁴. En cualquier caso, la reversión de esta medida en 2023, junto con la mayor inflación prevista de los componentes subyacente y de alimentos, explica la revisión al alza de 0,6 pp —hasta el 2,6 %— en la tasa del IAPC general de ese año con respecto a la estimada en abril. Para 2024, las revisiones son menos significativas.

Información más reciente

Con posterioridad a la fecha de cierre de este ejercicio de proyecciones —llevado a cabo de forma conjunta con el Eurosistema— se han conocido dos piezas de información particularmente relevantes que, de haber estado disponibles a tiempo, habrían dado lugar a algunas modificaciones importantes en estas proyecciones, especialmente en lo que se refiere a las tasas de inflación previstas en el corto plazo.

En primer lugar, el INE publicó el 30 de mayo la variación interanual del IAPC correspondiente al mes de mayo, tasa que, de acuerdo con su indicador adelantado, habría alcanzado el 8,5 %, 0,5 pp por encima de la cifra incluida

en estas proyecciones. Una actualización mecánica de los efectos de esta sorpresa inflacionista adicional apuntaría a que en 2022 y 2023 las tasas de inflación general serían, respectivamente, 0,1 pp mayor y 0,1 pp menor que las previstas antes de conocerse esta información. Las tasas de inflación subyacente también se revisarían al alza, en 0,2 pp en 2022 y en 0,1 pp en 2023, como resultado de esta sorpresa.

En segundo lugar, el 1 de junio el Gobierno anunció su intención de prorrogar hasta septiembre las medidas ahora vigentes para contrarrestar las consecuencias del encarecimiento de la energía sobre las rentas de hogares y empresas —en particular, la bonificación a los carburantes y el mantenimiento de las rebajas sobre la imposición de la electricidad—. En cambio, en el ejercicio de proyecciones que se presenta en este recuadro se asume que estas medidas expiran a finales del presente mes de junio. Según los cálculos realizados, la prórroga de dichas medidas hasta septiembre supondría una tasa de inflación general en 2022 unas 3 décimas inferior a la del escenario central. Este efecto se revertiría en su totalidad en 2023. Tanto en 2022 como en 2023, las tasas de inflación subyacente apenas variarían con respecto a las previstas en el escenario

Gráfico 5
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMPONENTES

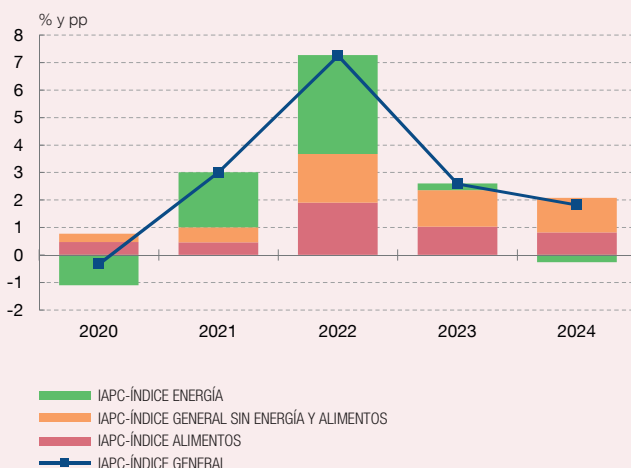
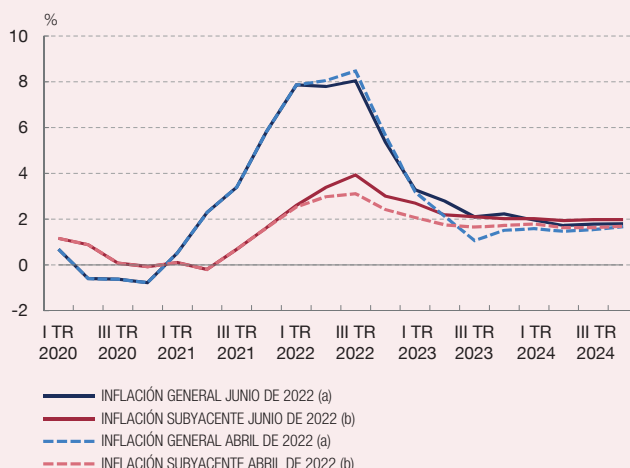


Gráfico 6
EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a Medida con el índice armonizado de precios de consumo (IAPC).
- b Medida con el índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos.

4 El supuesto acerca de la fecha de entrada en vigor se ha visto confirmado con posterioridad (en concreto, el 8 de junio).

central de este ejercicio de proyecciones. Por su parte, la tasa media de crecimiento del PIB sería ligeramente mayor a corto plazo, aunque este efecto se daría la vuelta una vez retiradas las medidas ahora prorrogadas. Por último, el déficit público, en porcentaje del PIB, aumentaría entre 2 y 3 décimas en 2022.

Riesgos

Los riesgos sobre el escenario central de las proyecciones conjuntas con el resto del Eurosistema están orientados a la baja para la actividad y al alza para la inflación, como consecuencia, sobre todo, de la incertidumbre acerca de los desarrollos de la guerra y de sus repercusiones económicas.

Una fuente adicional de riesgo de elevada relevancia está asociada al grado de traslación de los aumentos de precios y costes recientes al resto de los precios de la economía y a los salarios. En este sentido, la intensidad con la que, en los últimos meses, parecen estar materializándose algunos efectos indirectos —esto es, la transmisión de los mayores costes de producción a los precios finales— habría elevado la probabilidad de que se desencadenen efectos de segunda vuelta o de realimentación entre precios y salarios significativos, que supondrían una pérdida de competitividad exterior, una mayor inflación y un menor nivel de actividad y empleo para la economía española a lo largo del horizonte de proyección.

El ritmo de ejecución del programa NGEU también supone una fuente de incertidumbre adicional en los próximos trimestres. En este sentido, la escasa información disponible sugiere la posibilidad de que se produzca un cierto retraso en la ejecución del gasto con respecto al calendario considerado en las proyecciones. Además, la incertidumbre existente acerca del despliegue efectivo de los proyectos ligados al programa NGEU podría comportar retrasos en algunas decisiones de inversión privada, como sugiere la información cualitativa recibida por el Banco de España a partir de sus contactos telefónicos con un conjunto de empresas no financieras de nuestro país.

Finalmente, el proceso de normalización monetaria se está traduciendo en un cierto endurecimiento de las condiciones de financiación, como ya ha empezado a

observarse en los mercados mayoristas. En un contexto de elevada incertidumbre como el actual, no puede descartarse que este proceso de retirada de estímulos monetarios dé lugar a ajustes más abruptos en los precios negociados en los mercados de capitales, especialmente ante eventuales episodios de repunte en el grado de aversión al riesgo (asociados, por ejemplo, a un potencial deterioro adicional de la situación geopolítica). Por otra parte, a corto plazo, la combinación de una inflación más elevada (que erosiona las rentas reales de hogares y empresas) y un aumento de los tipos de interés podría hacer que los agentes en situación más vulnerable experimentaran mayores dificultades para hacer frente al pago de las deudas (y, como resultado, ver limitados sus niveles de gasto).

ANEJO 1

Supuestos que subyacen a las proyecciones

Los cambios más destacados en los supuestos actuales, en comparación con los de abril, se refieren a los tipos de interés (más altos que entonces, tanto a corto como a largo plazo), al tipo de cambio del euro (más depreciado ahora) y a los mercados de exportación (cuyo ritmo de crecimiento se ha revisado a la baja en 2022) (véase cuadro A.1)⁵.

En el ámbito de la política fiscal, no hay novedades normativas, salvo por la prolongación a 2023 de la cláusula de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. En particular, la Actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025 no incorpora nuevas medidas. En este contexto, la información conocida desde el ejercicio de proyecciones de abril resulta relevante en tres dimensiones principales.

En primer lugar, los últimos datos publicados de ejecución presupuestaria ponen de manifiesto una intensificación en la fortaleza reciente de la recaudación tributaria. Esta crece a tasas muy superiores a las que se desprenderían de la evolución de las bases imponibles de Contabilidad Nacional, lo que, en comparación con las proyecciones de abril, ha llevado a considerar un mayor dinamismo de los ingresos a lo largo del horizonte de proyección y, en consecuencia, a asumir una senda más gradual de convergencia de la recaudación hacia el nivel teórico más reducido que se estima a partir de sus bases.

5 Para una descripción de la metodología utilizada para proyectar los mercados exteriores de bienes y servicios de la economía española, los precios en los mercados financieros y de materias primas, y la política fiscal, véase "Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

En segundo lugar, si bien con una extraordinaria incertidumbre, la información más reciente en cuanto a la evolución de las convocatorias del programa NGEU corrobora los supuestos considerados en las proyecciones realizadas el pasado mes de abril acerca del ritmo de ejecución del gasto acogido a este programa.

Por último, se ha tomado en cuenta la propuesta de recomendación de la Comisión Europea a España, incluida en el paquete de primavera del Semestre Europeo, que insta a las autoridades a establecer, en 2023, un tope máximo al aumento de los gastos

corrientes financiados con recursos nacionales igual a la tasa de crecimiento del PIB potencial a medio plazo. Ello ha conducido a una ligera revisión a la baja del gasto corriente previsto. Por lo demás, las proyecciones fiscales se apoyan en los supuestos técnicos habituales.

El tono resultante de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario corregido de los ingresos procedentes de fondos europeos, sería expansivo en 2022 y 2023 (0,9 pp y 0,6 pp del PIB, respectivamente) y contractivo en 2024 (-0,4 pp)⁶.

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

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

	2021	Proyecciones de junio de 2022			Diferencia entre las previsiones actuales y las de abril de 2022 (b)		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mercados de exportación de España (c)	9,9	4,6	3,0	3,4	-1,1	0,0	0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	105,8	93,4	84,3	1,0	2,0	0,7
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,07	1,05	1,05	-0,04	-0,05	-0,05
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	120,7	113,1	111,9	111,9	-2,2	-3,1	-3,1
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses) (e)	-0,5	0,0	1,3	1,6	0,2	0,3	0,3
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años) (e)	0,3	1,8	2,4	2,6	0,4	0,6	0,7

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 18 de mayo de 2022 para los mercados de exportación de España y 17 de mayo de 2022 para el resto de las variables. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo 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, junio de 2022*.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

6 Estas cifras están determinadas principalmente por la evolución de los gastos financiados con el NGEU. Los ingresos procedentes de este programa suponen un menor déficit estructural, pero no un tono más contractivo de la política fiscal, ya que no son el fruto de la recaudación sobre los agentes residentes. En cambio, el gasto en nuestro país financiado por estos fondos sí influye en el tono de la política fiscal.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

Esquema 1

SÍNTESIS DE LAS PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA, 2022-2024

	2022	2023	2024	PRINCIPALES MOTIVOS PARA LA REVISIÓN (respecto a las previsiones de abril)
PIB	<p>4,1 %</p> <hr/> <p>↓ 0,4 pp</p>	<p>2,8 %</p> <hr/> <p>↓ 0,1 pp</p>	<p>2,6 %</p> <hr/> <p>= 0,0 pp</p>	<ul style="list-style-type: none"> • La sorpresa a la baja en los datos de crecimiento económico del primer trimestre lleva a un menor crecimiento del PIB en 2022 de forma mecánica • No obstante, esta revisión se compensa parcialmente por el elevado dinamismo de los servicios en abril y mayo, que apunta a un crecimiento por encima del previsto en el segundo trimestre de este año • En el resto del horizonte de proyección, las perspectivas de crecimiento no difieren de forma significativa de las publicadas en abril • La inflación se revisa al alza en 2023 y 2024 por la mayor intensidad y persistencia observada en el repunte del componente subyacente • En 2022, a pesar del aumento de la inflación subyacente, la inflación general se revisa a la baja por el impacto del mecanismo ibérico para limitar el precio del gas
Inflación	<p>7,2 %</p> <hr/> <p>↓ 0,2 pp</p>	<p>2,6 %</p> <hr/> <p>↑ 0,6 pp</p>	<p>1,8 %</p> <hr/> <p>↑ 0,3 pp</p>	<p>PRINCIPALES FUENTES DE INCERTIDUMBRE</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nueva información disponible tras el cierre de las previsiones, que puede suponer alteraciones significativas sobre las sendas proyectadas. Por ejemplo, datos de inflación de mayo y extensión en España de las medidas para mitigar el repunte de los precios de la energía • Intensidad de los efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación • Duración e intensidad del conflicto bélico en Ucrania, y evolución de los precios de la energía y de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor • Evolución de las condiciones financieras en un contexto de normalización de la política monetaria a escala global • Ejecución e impacto macroeconómico de los fondos europeos

FUENTE: Banco de España.

LA EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS CONSUMIDORES ANTE EL RECIENTE REPUNTE DE LOS PRECIOS Y LA GUERRA EN UCRANIA

Luis Guirola e Iván Kataryniuk

Desde principios de 2021 se ha producido un aumento muy significativo de la inflación a escala global, que se ha trasladado, en diferente medida, a las expectativas de los agentes económicos en cuanto al ritmo de crecimiento de los precios a medio y a largo plazo. Así, por ejemplo, la compensación por inflación a largo plazo derivada de los mercados financieros se ha incrementado durante este período de forma sostenida tanto en el área del euro como en Estados Unidos (véase gráfico 1). También se han elevado las expectativas de inflación a largo plazo de los analistas profesionales, hasta el 2 % en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y hasta el 3 % en Estados Unidos.

Al margen de estas medidas, este recuadro se centra en la evolución reciente de las expectativas de inflación de los consumidores. La monitorización de dichas expectativas resulta particularmente relevante desde el punto de vista de la conducción de la política monetaria. En efecto, estas expectativas influyen en las demandas de aumentos salariales de los trabajadores y, en la medida en que dichos aumentos se trasladan a los precios de los bienes y servicios producidos por las empresas, también en la evolución de la inflación futura. Además, estas expectativas también condicionan las decisiones de consumo e inversión de los hogares, con el consiguiente efecto sobre la actividad económica agregada y, en última instancia, de nuevo, sobre la inflación.

Los gráficos 2 y 3 ponen de manifiesto que, desde mediados de 2021, las expectativas de inflación de los consumidores, tanto en Estados Unidos como en el área del euro, han aumentado de forma apreciable. Este incremento ha sido especialmente acusado en la UEM desde el comienzo de la invasión rusa de Ucrania a finales de febrero.

A partir de los datos granulares que proporciona la Encuesta de Expectativas de los Consumidores del Banco Central Europeo (BCE) —que se realiza mensualmente a más de 10.000 consumidores representativos de la población de los seis países más grandes del área del euro—, es posible analizar cómo la exposición de distintos tipos de hogares a los precios de la energía y el deterioro de las

perspectivas económicas provocado por la guerra en Ucrania han influido recientemente en las expectativas de inflación de los consumidores en la eurozona. En este sentido, en un contexto en el que el aumento de la inflación a lo largo de los últimos meses se ha debido en gran medida al repunte de los precios de la energía, cabría esperar que los hogares más expuestos a dicho encarecimiento hubieran ajustado de forma más intensa sus previsiones sobre la evolución futura de la inflación. Del mismo modo, también podría haber sucedido que, como señalan algunos estudios¹, los hogares que presentan una visión más negativa sobre la evolución de la actividad económica en el futuro hubieran incrementado de manera más acusada su percepción sobre la inflación futura, lo que podría potenciar los efectos adversos de la reciente desaceleración de la actividad sobre el crecimiento a corto y a medio plazo y dificultar la labor de las políticas económicas.

El gráfico 4 muestra la evolución de las expectativas de inflación a tres años de los consumidores del área del euro según la exposición de estos al encarecimiento de la energía. Para ello, se divide a los hogares en función del porcentaje de gasto que dedicaban, en octubre de 2021, al transporte y a los suministros básicos —fundamentalmente, electricidad, gas y otros combustibles—, distinguiendo entre el 30 % de los hogares más expuestos —esto es, con un mayor peso del gasto en estas partidas— y el resto. En este sentido, cabe reseñar que, en general, el grupo de hogares más expuestos al encarecimiento de la energía disponen de un menor nivel de renta² y, en el episodio inflacionista actual, estarían experimentando una inflación media mayor³.

Como se puede apreciar en el gráfico 4, hasta mediados de 2021 ambos tipos de hogares mostraban unas expectativas similares en cuanto a la evolución futura de la inflación. Sin embargo, a partir del tercer trimestre de ese año las perspectivas de inflación de los hogares más expuestos al encarecimiento de la energía aumentaron de forma más pronunciada, tendencia que se ha acentuado tras la invasión rusa de Ucrania. En la actualidad, este grupo de hogares percibiría, además,

1 Véase S. Tsiaplias (2021), «Consumer inflation expectations, income changes and economic downturns», *Journal of Applied Econometrics*, 36(6), pp. 784-807.

2 El nivel en el que se sitúan las expectativas de inflación depende, en gran medida, de las características del hogar. En particular, los hogares de menor renta, de mayor edad y las mujeres suelen presentar unas expectativas de inflación más altas. Véase K. Bańkowska et al. (2021), *ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation*, ECB Occasional Paper Series, n.º 287.

3 Véase el capítulo 3 del *Informe Anual 2021* del Banco de España.

LA EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS CONSUMIDORES ANTE EL RECIENTE REPUNTE DE LOS PRECIOS Y LA GUERRA EN UCRANIA (cont.)

una mayor incertidumbre sobre la evolución futura de la inflación (véase gráfico 5).

Como ya se ha mencionado, el deterioro de las perspectivas económicas que ha provocado el estallido del conflicto

bélico en Ucrania podría haber incidido, posiblemente de forma heterogénea, sobre las expectativas de inflación a medio plazo de los consumidores. En este sentido, el gráfico 6 muestra, para cada mes del período comprendido entre julio de 2021 y abril de 2022, la relación estimada

Gráfico 1
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN MEDIDAS A PARTIR DE LOS MERCADOS DE SWAPS DE INFLACIÓN (a)

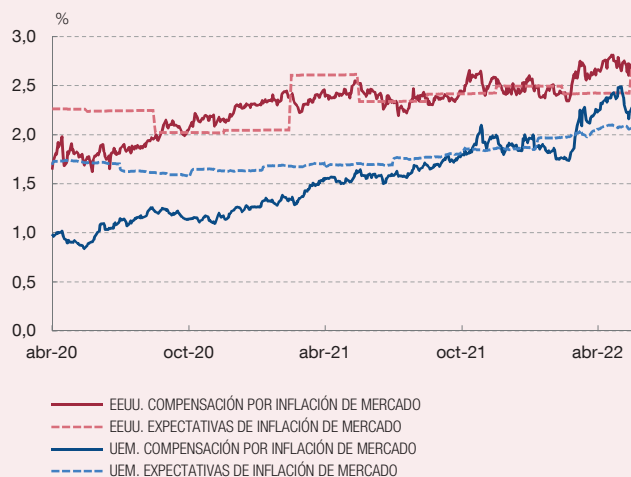


Gráfico 2
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE CONSUMIDORES EN ESTADOS UNIDOS (MEDIANA)

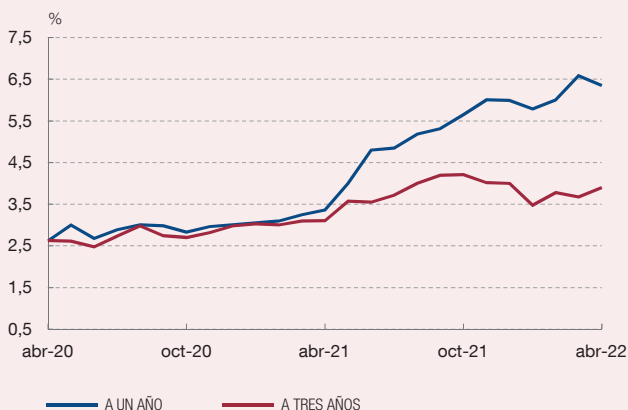


Gráfico 3
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE CONSUMIDORES EN EL ÁREA DEL EURO

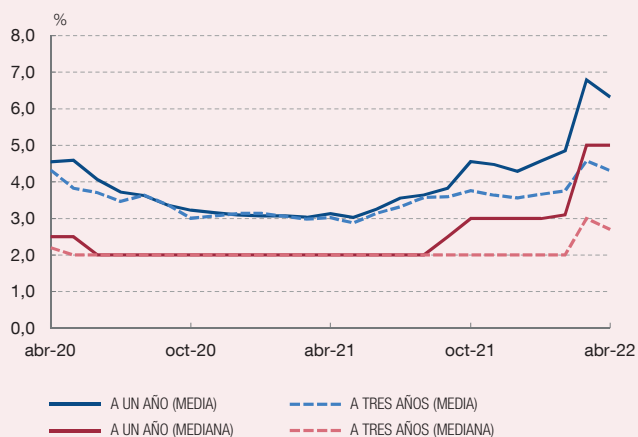
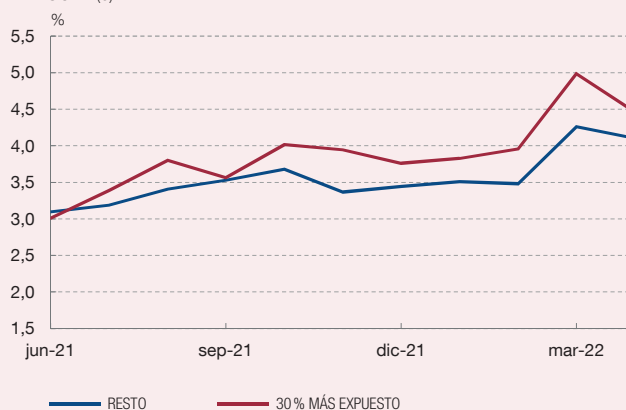


Gráfico 4
MEDIA DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A TRES AÑOS, POR TIPO DE HOGAR (b)



FUENTES: Encuesta de Expectativas de los Consumidores (Banco Central Europeo), *Survey of Professional Forecasters* (Banco Central Europeo y Reserva Federal de Filadelfia), Bloomberg y elaboración propia.

- a Compensación por inflación a cinco años dentro de cinco años, datos diarios hasta el 27 de mayo de 2022. La compensación por inflación cotizada en los swaps de inflación se descompone, para cada horizonte, en la suma de la expectativa de inflación y la prima de riesgo por plazo, utilizando un modelo que estima la estructura temporal de la inflación usando datos diarios de los swaps de inflación a varios horizontes (para la UEM o para Estados Unidos), datos mensuales del IAPC para la UEM (IPC para Estados Unidos) y datos trimestrales de inflación esperada a uno, dos y cinco años de la *Survey of Professional Forecasters* del BCE (Reserva Federal de Filadelfia para Estados Unidos). Véase R. Gimeno y E. Ortega (2022), *Modelling inflation expectations: the value of mixing information and frequencies*, Documentos de Trabajo, Banco de España, de próxima publicación.
- b Los hogares más expuestos son aquellos cuyo porcentaje de consumo dedicado a transporte o suministros básicos está en el 30 % superior del conjunto de la distribución. Los resultados son similares usando umbrales específicos para cada país y usando otros porcentajes.

LA EVOLUCIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE LOS CONSUMIDORES ANTE EL RECIENTE REPUNTE DE LOS PRECIOS Y LA GUERRA EN UCRANIA (cont.)

entre la revisión de las expectativas de inflación a tres años vista de cada hogar y la revisión de sus perspectivas económicas para los próximos 12 meses. En contraste con lo observado en el resto del período, precisamente a partir de marzo de 2022, tras el comienzo de la guerra, se encuentra una correlación negativa y estadísticamente significativa entre las variables analizadas. Es decir, a partir del inicio de la invasión rusa de Ucrania, los consumidores que más revisaron al alza su previsión de inflación a medio

plazo fueron, en promedio, los que más pesimistas se volvieron sobre la evolución de la actividad.

En resumen, este recuadro pone de manifiesto que el aumento reciente de las expectativas de inflación de los consumidores en el área del euro está condicionado, en parte, por el nivel de exposición de los hogares al aumento de los precios energéticos y por el grado de pesimismo de estos respecto a la evolución futura de la actividad.

Gráfico 5
DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDAD DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DE CONSUMIDORES A TRES AÑOS, POR EXPOSICIÓN (a)

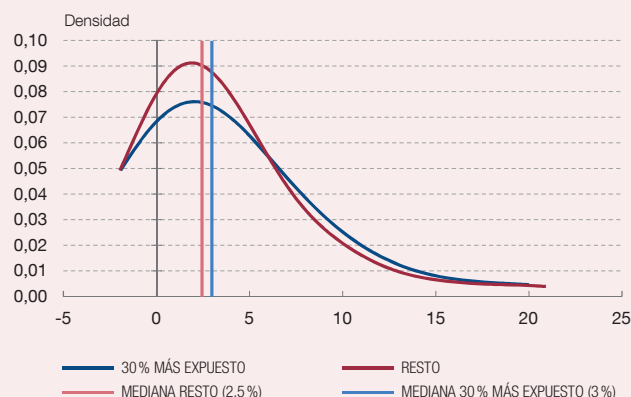
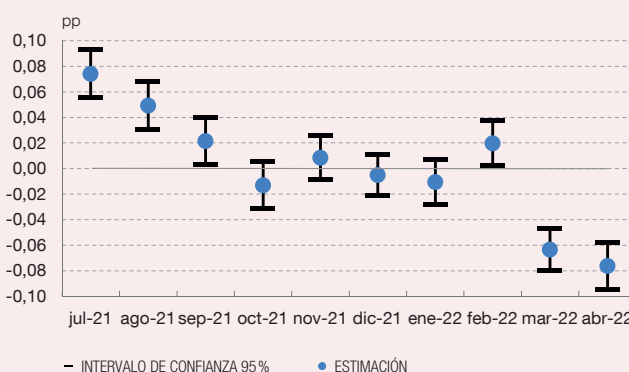


Gráfico 6
RELACIÓN ENTRE LA ACTUALIZACIÓN DE LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN Y LAS DE CRECIMIENTO (b)



FUENTES: Encuesta de Expectativas de los Consumidores (Banco Central Europeo), *Survey of Professional Forecasters* (Banco Central Europeo y Reserva Federal de Filadelfia), Bloomberg y elaboración propia.

- a Los hogares más expuestos son aquellos cuyo porcentaje de consumo dedicado a transporte o suministros básicos está en el 30% superior del conjunto de la distribución. Los resultados son similares usando umbrales específicos para cada país y usando otros porcentajes.
- b Se muestra el coeficiente de una regresión del cambio de las expectativas de inflación del consumidor a tres años y las de crecimiento en el siguiente año.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES EN ESPAÑA

Alejandro Fernández-Cerezo, José Manuel Montero y Elvira Prades

Los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministro y el notable encarecimiento de numerosas materias primas —incluidas las energéticas— han ejercido, a lo largo de los últimos trimestres, una considerable presión al alza sobre los costes de las empresas, tanto en España como a escala global. Tal como el Banco de España ha señalado en diversos informes¹, la intensidad con la que las empresas españolas trasladan estos incrementos de los costes a los precios de los bienes y servicios que producen constituye un factor fundamental a la hora de determinar el grado de persistencia que puede alcanzar el actual episodio inflacionista y de valorar la posible evolución futura de la competitividad internacional y del empleo de nuestra economía.

Diversos indicadores apuntan a que esta traslación de los costes a los precios ya estaría teniendo lugar. En efecto, el hecho de que en los últimos trimestres las presiones inflacionistas se hayan generalizado —más allá de los insumos energéticos—, y sean evidentes ya en una proporción muy significativa de los bienes y servicios en la cesta de consumo de los hogares, sería coherente con una incipiente materialización de estos efectos indirectos sobre la inflación.

En la misma dirección apunta la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)², que, de forma cualitativa, pone de manifiesto que las empresas españolas han venido incrementando sus precios de venta recientemente. No obstante, de acuerdo con esta misma fuente, esta traslación estaría siendo incompleta, en la medida en que se aprecia una menor intensidad en el proceso de aumento de los precios de venta que en el de encarecimiento de los insumos intermedios. Esta evidencia cualitativa sería coherente, por tanto, con una compresión de los márgenes empresariales en España a lo largo de los últimos trimestres.

Para complementar esta evidencia, en este recuadro se adopta un enfoque cuantitativo y se analiza la evolución de los márgenes empresariales en España y en otras

economías de nuestro entorno, desde el inicio de la pandemia, de acuerdo con algunas de las métricas que se han utilizado habitualmente en la literatura académica para aproximar el comportamiento de esta variable. Conviene remarcar, no obstante, que la estimación de los márgenes empresariales —una variable que no puede observarse de forma directa— se enfrenta a considerables dificultades, por lo que los resultados de este ejercicio han de valorarse con la debida cautela. En efecto, ya sea por cuestiones conceptuales o metodológicas, se han observado, con cierta frecuencia, diferencias relevantes entre las dinámicas de los márgenes empresariales estimadas utilizando distintas aproximaciones cuantitativas³.

Una primera aproximación define los márgenes empresariales como la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de las sociedades no financieras (SNF)⁴, información que está disponible en las Cuentas No Financieras de los Sectores Institucionales de la Contabilidad Nacional. Según esta métrica, en España los márgenes empresariales sufrieron una gran volatilidad durante la fase más aguda de la pandemia, mostraron un ligero repunte a lo largo de la primera mitad de 2021 y experimentaron una cierta contención en la segunda mitad de 2021, a medida que se intensificaba el repunte inflacionista. En todo caso, a finales del año pasado los márgenes empresariales se encontraban en España unos 3 puntos porcentuales (pp) por debajo de sus niveles previos a la pandemia, una brecha mayor que la observada en otros países del área del euro —y en el promedio de la UEM—, donde los márgenes presentaron una recuperación más vigorosa tras las turbulencias de 2020 (véase gráfico 1).

Una segunda aproximación para estimar los márgenes empresariales consiste en calcular la ratio entre el EBE y el VAB para el conjunto de la economía a partir de la estimación del PIB por el lado de las rentas que realiza el Instituto Nacional de Estadística en su Contabilidad Nacional Trimestral. Aunque este enfoque presenta

1 Véase, por ejemplo, el capítulo 3 del *Informe Anual 2021* del Banco de España.

2 Para más detalles sobre la última edición de esta encuesta, véase M. Izquierdo (2022), «Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2022», Notas Económicas, *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

3 Para un ejemplo de estas discrepancias, véase J. M. Montero y A. Urtasun (2013), «La evolución reciente de los márgenes de las sociedades no financieras», *Boletín Económico*, diciembre, Banco de España.

4 Este enfoque no está exento de problemas de interpretación y medición, ya que el EBE incluye, entre otros factores, la remuneración del capital y el coste por depreciación, lo que dificulta su interpretación como beneficio empresarial.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES EN ESPAÑA (cont.)

algunas limitaciones en relación con el presentado anteriormente⁵, tiene la ventaja de que permite analizar la evolución de los márgenes por ramas de actividad. De acuerdo con este indicador, y en línea con la primera aproximación presentada, en España los márgenes empresariales se sitúan aún casi 4 pp por debajo de su nivel prepandemia, si bien se observa una elevada

heterogeneidad entre sectores de actividad. Por un lado, los márgenes del sector manufacturero y de las industrias extractivas, de energía y agua se han recuperado vigorosamente tras la caída de 2020, y en el primer trimestre de 2022 se situaban por encima de sus niveles prepandemia. Por otro lado, en la construcción y en los servicios de mercado los márgenes han mostrado una

Gráfico 1
RATIO EBE/VAB DE LAS SNF

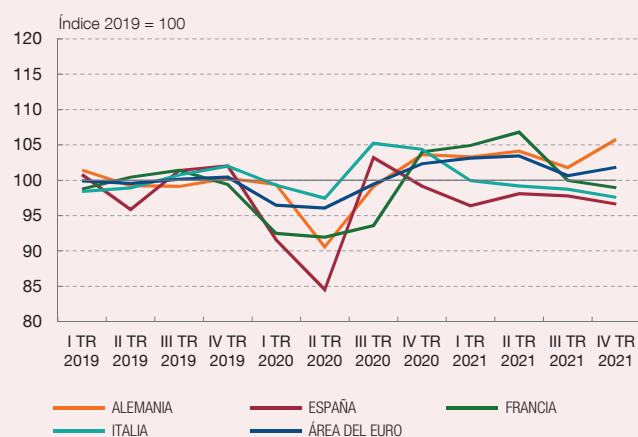


Gráfico 2
ESPAÑA: RATIO EBE/VAB POR RAMAS DE ACTIVIDAD (a)

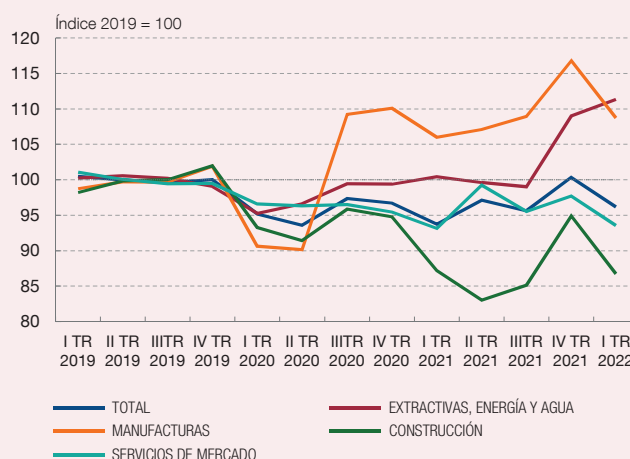


Gráfico 3
MARGEN DE EXPLOTACIÓN SEGÚN LA CBT, POR RAMAS DE ACTIVIDAD (b)

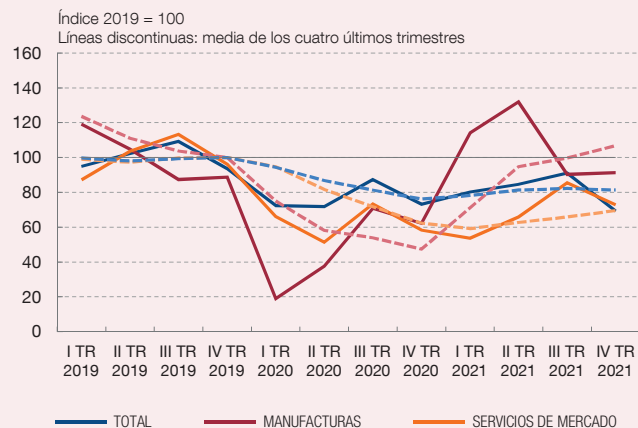
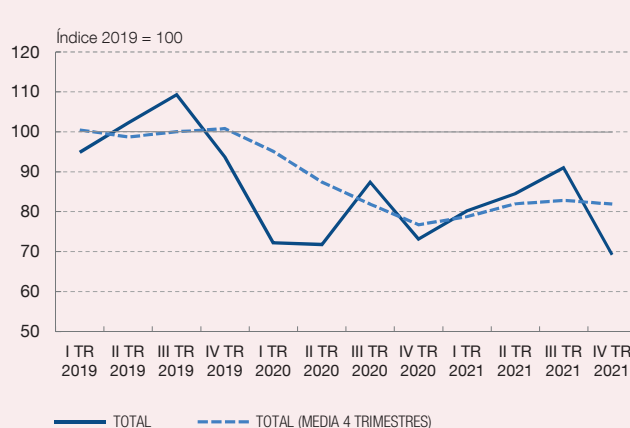


Gráfico 4
MARGEN DE EXPLOTACIÓN SEGÚN LA CBT (b)



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El EBE se calcula como el VAB menos la remuneración por asalariado.
- b Margen de explotación = Resultado económico bruto / Importe neto de cifra de negocios.

5 Esta aproximación a los márgenes empresariales puede considerarse menos precisa que la primera de las métricas presentadas en este recuadro porque incluye otros sectores institucionales además de las SNF —como los hogares o las Administraciones Públicas— y no excluye los impuestos netos sobre producción e importaciones del EBE.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES EN ESPAÑA (cont.)

mayor atonía tras la caída que experimentaron en la fase más aguda de la pandemia y aún se mantienen por debajo de los niveles registrados en 2019 (véase gráfico 2)⁶.

Una tercera aproximación para el seguimiento de los márgenes empresariales descansa en la información disponible, a nivel de empresa, en la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España⁷. En concreto, la CBT permite calcular el margen de explotación de cada empresa, definido como el cociente entre el resultado económico bruto y la facturación. Según esta métrica, la evolución agregada de los márgenes empresariales en España desde el inicio de la pandemia es, en general, coherente con la evolución observada a partir de la información procedente de la Contabilidad Nacional. En particular, a finales de 2021 el margen de explotación agregado aún no habría recuperado los niveles prepandemia, si bien existiría una elevada heterogeneidad entre sectores (véase gráfico 3). Además, los márgenes habrían mostrado una cierta moderación en el cuarto trimestre de 2021, último dato disponible en la CBT (véase gráfico 4)⁸.

En resumen, si bien la medición de los márgenes empresariales está rodeada de una enorme incertidumbre, a partir de los diferentes indicadores analizados en este recuadro se pueden extraer algunas conclusiones sobre su evolución reciente. En primer lugar, en España los márgenes empresariales se situaban a finales de 2021 por debajo de sus niveles previos a la pandemia, con un menor dinamismo que los del conjunto del área del euro. En segundo lugar, esta evolución agregada es compatible con una elevada heterogeneidad sectorial: se observa una peor evolución de los márgenes en las ramas de servicios de mercado más afectadas por las restricciones vinculadas a la pandemia. Finalmente, hay indicios de una cierta contención de los márgenes empresariales a lo largo de los trimestres más recientes, especialmente según la información reportada por las empresas al Banco de España. En todo caso, la dificultad para aproximar una variable no observable, como son los márgenes empresariales, aconseja interpretar estas conclusiones con cautela y, sobre todo, incide en la necesidad de desarrollar métricas verificables sobre su evolución en el contexto actual.

6 Estos resultados son coherentes con los que se obtienen con una aproximación alternativa a los márgenes empresariales basada en la diferencia entre la variación del deflactor del PIB y de los costes laborales unitarios. Para más detalles sobre esta metodología, véase "Evolución reciente de los costes laborales y de los márgenes en el área del euro", recuadro 4, «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2019, Banco de España.

7 Para más detalles, véase Á. Menéndez y M. Mulino (2020), «Resultados de las empresas no financieras hasta el cuarto trimestre de 2021. Un avance de cierre del ejercicio», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 1/2022, Banco de España.

8 Este dato, en todo caso, estaría condicionado por el desempeño del margen de explotación de algunas empresas eléctricas.

EL IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN DEL MECANISMO DE LIMITACIÓN DEL PRECIO DEL GAS EN EL MERCADO IBÉRICO

Matías Pacce e Isabel Sánchez

El acusado repunte de los precios del gas natural en los mercados europeos ha desempeñado un papel muy relevante en el actual episodio inflacionista, particularmente debido al encarecimiento que ha provocado en la electricidad¹. En este contexto, España y Portugal han acordado con la Comisión Europea (CE) la puesta en marcha del denominado «mecanismo ibérico» para limitar, temporalmente, el coste asociado al gas que se utiliza en la generación eléctrica y rebajar, de esta forma, la factura de la electricidad. Este recuadro describe dicho mecanismo y presenta una estimación de su impacto sobre la evolución futura de la inflación en España².

El principal elemento del mecanismo es la fijación de un límite al coste del gas que utilizan las centrales de generación eléctrica basadas en combustibles fósiles³. En concreto, el precio de referencia queda fijado en 40 €/MWh hasta diciembre de 2022, para incrementarse en 5 €/MWh cada mes en los cinco meses siguientes hasta llegar a los 65 €/MWh en mayo de 2023. En términos operativos, las centrales afectadas recibirán, por cada MWh generado, una transferencia por la diferencia entre el precio del gas natural en el Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS) y el precio de referencia⁴. De este modo, el mecanismo generará unos costes que ascenderán al producto de dicha cuantía unitaria por la cantidad de electricidad generada por las centrales afectadas (véase gráfico 1). La financiación de estos costes correrá a cargo de los consumidores que tengan contratos indexados al precio mayorista de la electricidad y de los consumidores que, teniendo contratos a precio fijo, los hayan renovado desde finales de abril. No obstante, dado que el precio de la electricidad será menor en España que

en Francia una vez que entre en vigor el citado mecanismo, las ventas de electricidad a dicho país aumentarán con intensidad⁵, y estos ingresos adicionales se utilizarán también para financiar los costes del mecanismo.

Dados estos detalles, el impacto final de la medida sobre la inflación en España dependerá de la evolución futura de cuatro variables clave: los precios del gas, el volumen total de generación eléctrica afectada por la medida, el porcentaje de consumidores que pagarán los costes y la diferencia de precios entre el mercado mayorista español y el francés. Si bien la incertidumbre sobre la evolución futura de estas variables es muy elevada, en este recuadro se consideran los siguientes supuestos para configurar un escenario base sobre el que estimar el potencial impacto del mecanismo en la inflación. En primer lugar, se asume que los precios del gas entre junio de 2022 y mayo de 2023 seguirán la trayectoria de los precios de los futuros del gas en el MIBGAS (véase gráfico 2). En segundo lugar, se asume que, desde junio de 2022 hasta mayo de 2023, la generación de electricidad afectada por la medida para satisfacer la demanda peninsular será igual a la del mismo mes del año anterior⁶. Además, se supone que la generación adicional necesaria para la exportación a Francia será satisfecha por aquellas centrales afectadas por la medida (véase gráfico 3). En tercer lugar, se supone que el 46 % de la demanda peninsular de electricidad pagaría los costes del mecanismo de ajuste en el primer mes, porcentaje que aumentaría en 4,9 puntos porcentuales (pp) en cada uno de los meses siguientes en los que esté en vigor el mecanismo⁷. En cuarto lugar, durante todo

1 Véase M. Pacce, I. Sánchez y M. Suárez-Varela (2021), *El papel del coste de los derechos de emisión de CO₂ y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España*, Documentos Ocasionales, n.º 2120, Banco de España.

2 Si bien la norma entró en vigor con la publicación del Real Decreto-ley 10/2022, de 13 de mayo, el mecanismo será efectivo a partir del 14 de junio de 2022 —después de recibir el visto bueno por parte de la CE el 8 de junio— y estará operativo hasta el 31 de mayo de 2023.

3 Estas son las centrales de ciclo combinado, las de cogeneración y aquellas que utilizan carbón en la generación. Entre las de cogeneración, solo aquellas que no estén en un marco del régimen de retribución específico. Para más detalles, véase *Real Decreto-ley 10/2022*, de 13 de mayo.

4 El precio del gas de MIBGAS se refiere al «precio medio ponderado de todas las transacciones en productos diarios con entrega al día siguiente de gas natural en el punto virtual de balance (PVB)». Además, esta diferencia se divide por 0,55, que es la referencia para estimar la eficiencia térmica de las centrales de ciclo combinado, lo cual implica que serían necesarios 1,8 MWh de gas para la generación de 1 MWh de electricidad.

5 En el presente ejercicio se ha supuesto un incremento de las exportaciones a Francia de 1,2 TWh mensuales. Ello surge de la diferencia entre el promedio mensual de la capacidad máxima exportable a Francia (1,7 TWh) y de las exportaciones (0,5 TWh) en el pasado año. Es decir, dado que el precio será menor en España al entrar en vigor la medida, se asume que se exportará el máximo de la capacidad disponible.

6 Si bien cabe la posibilidad de que la demanda peninsular aumente ligeramente respecto al año pasado a causa de la caída de precio inducida por la medida, en el presente ejercicio no se tiene en cuenta dicho efecto.

7 De acuerdo con la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), a 31 de octubre de 2021, el 41 % de la electricidad se vendía a precio variable. Asumiendo un incremento mensual de esta proporción de 4,9 pp a partir del mes de abril de 2022, conllevaría que dicha proporción alcanzaría el 46 % de la electricidad vendida en junio de 2022 (el aumento de 4,9 pp mensuales se explica por el supuesto de que, cada mes, aproximadamente una doceava parte de los contratos a precio fijo se actualizan). Véase CNMC (2022), *Informe de supervisión de los mercados minoristas de gas y electricidad. Año 2020 y avance sobre la situación de crisis energética actual*.

EL IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN DEL MECANISMO DE LIMITACIÓN DEL PRECIO DEL GAS EN EL MERCADO IBÉRICO (cont.)

Gráfico 1
EJEMPLO DE REDUCCIÓN EN EL PRECIO DE OFERTA Y DE MONTO TOTAL DEL MECANISMO DE AJUSTE DEBIDO AL TOPE EN EL COSTE DEL GAS PARA LA GENERACIÓN (a)

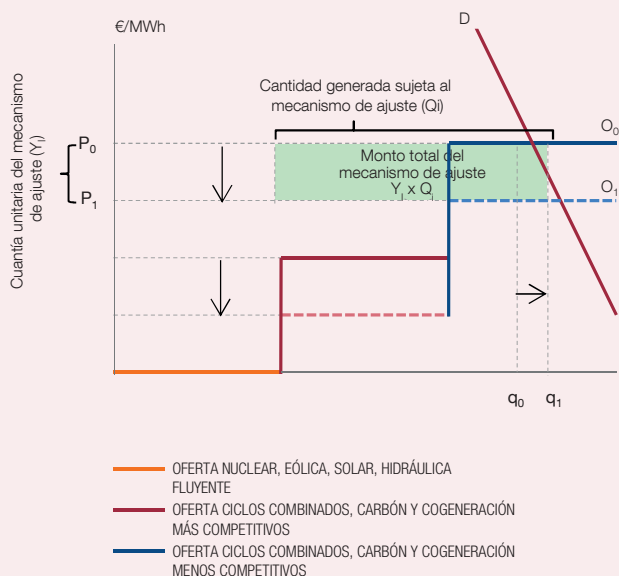


Gráfico 2
FUTUROS DEL GAS, PRECIO DE REFERENCIA DEL GAS PARA EL MECANISMO DE AJUSTE Y CUANTÍA UNITARIA DEL MECANISMO DE AJUSTE ESTIMADA

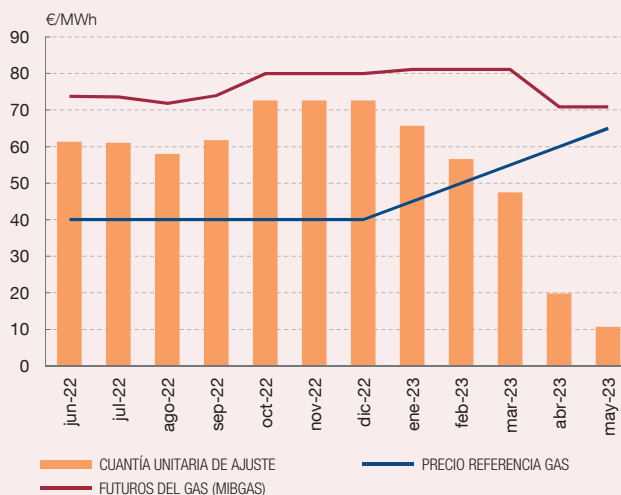


Gráfico 3
SUPUESTOS DE GENERACIÓN POR PARTE DE TECNOLOGÍAS SUJETAS AL MECANISMO DE AJUSTE (b)

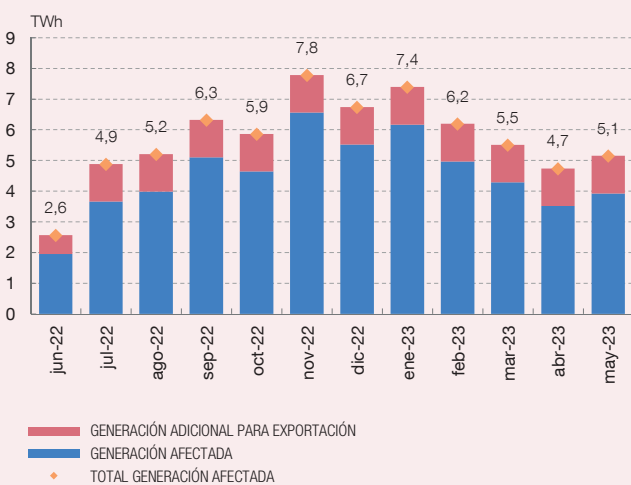
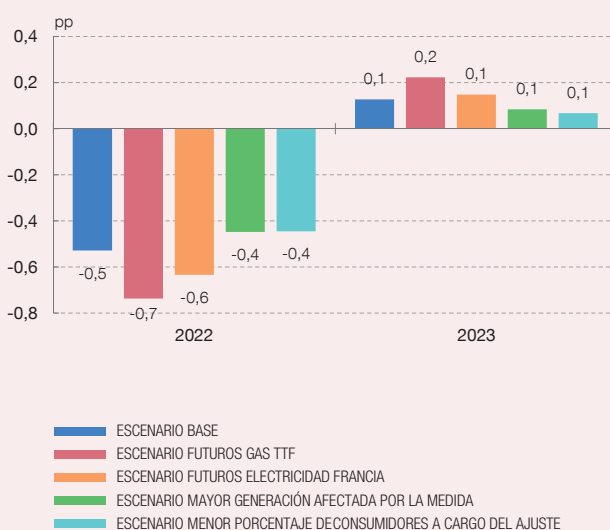


Gráfico 4
IMPACTO ESTIMADO DEL TOPE AL PRECIO DEL GAS EN LA INFLACIÓN GENERAL EN 2022 Y 2023 (c)



FUENTES: OMIE, Red Eléctrica de España, Mercado Ibérico del Gas y Banco de España.

- a Por simplicidad, se excluye del ejemplo la oferta de las centrales hidráulicas regulables, cuyo precio de oferta se acerca a las de ciclo combinado, carbón y cogeneración menos competitivas.
- b Para cada mes se asume la misma generación que en el mismo mes del año anterior. En junio se considera solo la mitad de la generación del mes.
- c El escenario base se refiere al escenario más probable descrito en el texto principal. En el escenario «Futuros gas TTF» se considera la senda de futuros del gas TTF holandés en lugar de la de los futuros de MIBGAS; en el escenario «Futuros electricidad Francia» se considera que la diferencia de precios entre los mercados español y francés se corresponde con la existente entre el precio esperado en España una vez que se tienen en cuenta el mecanismo de ajuste y el precio al que apuntan los futuros de la electricidad en Francia, en lugar de ser igual a la cuantía unitaria del mecanismo de ajuste; en el escenario «Mayor generación afectada por la medida» se asume un 20 % más de generación con centrales de ciclo combinado, cogeneración y carbón que en el escenario base; en el escenario «Menor porcentaje de consumidores a cargo del ajuste» se considera que en junio el porcentaje de energía a cargo del ajuste es del 35 % en lugar del 46 % asumido en el escenario base.

EL IMPACTO SOBRE LA INFLACIÓN DEL MECANISMO DE LIMITACIÓN DEL PRECIO DEL GAS EN EL MERCADO IBÉRICO (cont.)

este período se asume que la diferencia de precio entre el mercado español y el francés será igual a la de la cuantía unitaria del mecanismo, lo que generaría unos ingresos adicionales —a través de las denominadas «rentas de congestión»— por las mayores exportaciones de electricidad a Francia cercanos a los 300 millones de euros⁸, que serían utilizados para el pago de los costes del mecanismo.

Bajo estos supuestos, el mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico reduciría el precio del mercado mayorista de la electricidad en torno a un 30 %, en promedio, a lo largo de los próximos once meses y medio. Como consecuencia de ello, la factura regulada de la electricidad (PVPC) disminuiría en un 17 %⁹, una vez tenido en cuenta el cargo adicional para financiar los costes totales del mecanismo, lo que redundaría en una reducción del IAPC de la electricidad de alrededor de 13 pp en el promedio de 2022. De este modo, teniendo en cuenta que la electricidad pesa alrededor de un 4 % en la cesta del IAPC, el mecanismo restaría aproximadamente 0,5 pp a la tasa de inflación media de 2022 (véase gráfico 4). Respecto al impacto sobre la inflación en 2023, si bien la factura del consumidor minorista se situaría en niveles inferiores a los que se habrían pagado de no existir este mecanismo, cabe esperar que su efecto sobre la tasa de inflación promedio del año próximo sea ligeramente positivo, de en torno a 0,1 pp. Esto es así porque el impacto de la medida será cada vez menor durante la primera mitad de 2023 —dado el perfil creciente para el precio de referencia del gas— y también porque en la segunda mitad de 2023 los precios de la electricidad compararán, gracias a la medida implementada, con niveles de precios más reducidos en el mismo período de 2022¹⁰.

En cualquier caso, la enorme incertidumbre sobre la evolución futura de las diferentes variables incorporadas en el escenario base aconseja complementar esta estimación puntual con algunos análisis de sensibilidad. En este sentido, se considera, en primer lugar, la posibilidad de una senda futura de precios del gas más elevados, basada en los futuros del gas TTF holandés, en lugar de en los del MIBGAS. Bajo este supuesto, el impacto del mecanismo sobre la inflación media alcanzaría los -0,7 pp en 2022 (véase gráfico 4). En segundo lugar, se asume un mayor diferencial de precios entre España y Francia al considerar el precio al que apuntan los futuros de la electricidad en Francia. Este supuesto implicaría que las rentas de congestión podrían representar más de 2.000 millones de euros, frente a los 300 millones contemplados en el escenario base, y, por tanto, representarían un porcentaje más alto de los costes totales del mecanismo. De este modo, se reduciría la carga para la factura de los consumidores, y el impacto sobre la inflación media de 2022 se situaría en torno a los -0,6 pp. Por último, se consideran dos ejercicios de sensibilidad adicionales que darían como resultado un impacto menos acusado del mecanismo sobre la tasa media de la inflación en 2022. Por un lado, se contempla que la generación afectada por la medida fuese un 20 % superior a la asumida en el escenario base —por ejemplo, por una menor generación renovable—. En este caso, el impacto estimado se situaría en torno a -0,4 pp en 2022. Por otro lado, se tiene en cuenta la posibilidad de que el porcentaje de la demanda peninsular (esto es, de los consumidores) que tendría que pagar los costes del mecanismo a partir de junio fuese del 35 % (en lugar del 46 % considerado en el escenario base). En este caso, el impacto del mecanismo sobre la inflación promedio de 2022 también supondría -0,4 pp.

8 Como ya se ha indicado, se asumen unas exportaciones de 1,7 TWh mensuales, que darían lugar a que las interconexiones funcionasen al máximo de su capacidad, en cuyo caso se establece el pago de las denominadas «rentas de congestión», cuya cuantía resulta de multiplicar las cantidades exportadas (o importadas) en cada hora de saturación del sistema por la diferencia de precios entre ambos mercados, rentas que se reparten entre ambos países a partes iguales. Véase [Resolución de 6 de mayo de 2021 de la CNMC](#). Las rentas de congestión que corresponderían a España se han estimado en 525 millones de euros para los próximos once meses y medio. No obstante, solo deben tenerse en cuenta las rentas de congestión adicionales, es decir, debe restarse el monto de las rentas de congestión de los mismos meses del año anterior, que alcanzaron alrededor de 250 millones de euros (incluyendo también las rentas de congestión que correspondieron a España por las importaciones desde Francia).

9 La estimación del impacto se ha basado en una factura tipo con un consumo anual de 3,49 MWh y una potencia contratada de 4,5 kW.

10 No obstante, cabe mencionar que el impacto de la medida en 2023 está rodeado de una incertidumbre aún mayor, debido al compromiso del Gobierno, asumido en el [Real Decreto-ley 10/2022](#), de 13 mayo, de establecer una nueva tarifa regulada a partir de principios de 2023, lo cual afectará directamente a la evolución del IAPC de electricidad.