

Recuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024)

Este recuadro describe los rasgos más destacados de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB de nuestro país crecerá a tasas del 4,5 %, 1,4 % y 2,9 % en 2022, 2023 y 2024, respectivamente (véase cuadro 1)¹. Por su parte, la inflación general se desacelerará desde el 8,7 % de 2022 hasta el 5,6 % y el 1,9 %, respectivamente, de cada uno de los dos años siguientes. El componente subyacente alcanzará el 3,9 % este año, y se moderará hasta el 3,5 % y el 2,1 % en 2023 y 2024, respectivamente. La fecha de cierre de la recogida de información es el 30 de septiembre².

Actividad

En el segundo trimestre de 2022 el PIB creció un 1,5 %, 1,1 puntos porcentuales (pp) más de lo anticipado en el escenario central de las proyecciones de junio³, en parte como reflejo de la fortaleza de las exportaciones de servicios turísticos. Este componente de la demanda se vio favorecido por el impulso proporcionado por el levantamiento de las restricciones asociadas a la

pandemia. Este factor compensó holgadamente los efectos adversos sobre la actividad económica que se derivaron de la invasión rusa de Ucrania. Las cifras más recientes de la CNTR reflejan, además, una revisión de las tasas de crecimiento de la actividad en los trimestres previos, en particular, de la registrada entre enero y marzo, que ahora se estima 0,4 pp inferior. En conjunto, en términos de su impacto sobre la tasa media de crecimiento del PIB en 2022, estos datos configuran un punto de partida de la actividad en el actual ejercicio de proyección algo más favorable de lo que se anticipaba en junio.

Tras el repunte de la actividad del segundo trimestre, diversos desarrollos, que se han visto potenciados por la guerra en Ucrania, han incidido negativamente sobre la actividad en los meses de verano y han ensombrecido las perspectivas económicas a escala global de cara a los próximos trimestres. En particular, el aumento de la incertidumbre geopolítica y el recrudecimiento reciente de la crisis energética en Europa, como consecuencia de las interrupciones del suministro procedente de Rusia, han tenido consecuencias globales, lastrando el

Cuadro 1
Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

	PIB				IAPC				IAPC 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
Octubre de 2022	5,5	4,5	1,4	2,9	3,0	8,7	5,6	1,9	0,6	3,9	3,5	2,1	14,8	12,8	12,9	12,4
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

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

b Media anual.

- Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 10 de junio, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. En particular, esta incluye, en primer lugar, las estimaciones más recientes de la Contabilidad Nacional Anual (la primera estimación de 2021 y la revisión de las de 2019 y 2020). Según esta fuente de información, el crecimiento del PIB en 2021 fue del 5,5 % [0,4 pp mayor que el estimado a partir de los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) disponibles hasta entonces], mientras que la caída de este agregado en 2020 fue del 11,3 % (0,5 pp más de lo estimado hasta ese momento). En segundo lugar, se incorporan la CNTR y las Cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales (CTNFSI) del segundo trimestre de 2022. Por último, se han considerado los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de distintas variables clave en el ejercicio (véase cuadro 2).
- La excepción a este respecto son los supuestos relativos a la evolución de los mercados de exportación, que proceden de las *Proyecciones macroeconómicas del BCE para el área del euro de septiembre*, con información hasta el 23 de agosto.
- Véase "Proyecciones macroeconómicas para la economía española (2022-2024)", «Informe trimestral de la economía española», *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

Recuadro 1

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

crecimiento económico e incrementando las presiones inflacionistas. Todo ello ha afectado a las decisiones de gasto de los agentes privados, en España y en otros países, al dañar su confianza y exacerbar la pérdida de renta real que ya estaban experimentando con anterioridad. Además, la persistencia de las pronunciadas sorpresas al alza en el crecimiento de los precios de consumo ha llevado a un endurecimiento de las políticas monetarias a escala internacional. Esto se ha plasmado, en el caso concreto del Banco Central Europeo (BCE), en aumentos acumulados desde junio de sus tipos de interés de 125 puntos básicos (pb), lo que ha dado lugar a una menor laxitud de las condiciones financieras en el área del euro.

Estos desarrollos han tenido su reflejo en la evolución de los indicadores mensuales más recientes referidos a la economía española, que apuntan a una desaceleración

de la actividad en el tercer trimestre. Así, los datos de afiliación a la Seguridad Social muestran que, aun prolongándose en ese período, la creación de empleo experimentó una moderación significativa. Además, la facturación de las empresas también se ralentizó, de acuerdo con las respuestas de estos agentes a la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)⁴. En todo caso, según los resultados de la EBAE, la evolución de la actividad habría presentado una notable heterogeneidad por ramas. En particular, las ramas más beneficiadas por el fin de las restricciones asociadas a la pandemia, como la hostelería y el ocio, registraron aumentos de facturación en el tercer trimestre.

En conjunto, con las cautelas que se desprenden del hecho de que la información cuantitativa disponible para

Cuadro 2

Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

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

	Proyecciones de octubre de 2022				Diferencia entre las previsiones actuales y las de junio de 2022 (b)		
	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Mercados de exportación de España (c)	9,8	6,3	2,6	3,2	1,8	-0,4	-0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	71,1	102,9	79,5	74,2	-3,0	-13,9	-10,1
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,18	1,04	0,98	0,98	-0,03	-0,07	-0,07
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	120,7	111,3	107,3	107,3	-1,8	-4,6	-4,6
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	-0,5	0,3	2,9	3,0	0,4	1,6	1,4
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	0,3	2,2	3,4	3,6	0,4	1,0	1,0

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 23 de agosto para los mercados de exportación de España y 30 de septiembre 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 y el tipo de cambio efectivo nominal y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las [Proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro, de septiembre](#).
- 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.

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

Recuadro 1

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

los meses de agosto y septiembre es todavía incompleta, se estima que el crecimiento del PIB en el tercer trimestre del año podría haberse situado en el 0,1 % en tasa intertrimestral. Por componentes de demanda, destaca la pérdida de vigor del consumo privado —que se desprende del tono débil de los datos más recientes de indicadores, como las ventas del comercio minorista o las matriculaciones de vehículos de particulares—, en un contexto en el que, de acuerdo con el indicador de la Comisión Europea, la confianza de los consumidores ha alcanzado sus niveles más reducidos desde 2013.

Un supuesto crucial sobre el que descansan las proyecciones son las sendas de los precios del gas y de la electricidad. En un contexto de incertidumbre tan elevada como el actual, se ha considerado que las cotizaciones del gas en los mercados de futuros del Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS) constituyen un resumen del escenario más probable en cuanto a la evolución futura de estos precios⁵. En particular, cabe esperar que los precios negociados en estos mercados resuman toda la información relevante acerca del escenario más probable con respecto a las posibilidades de que las economías europeas puedan continuar diversificando geográficamente sus importaciones de gas (de forma que sustituyan las que hasta ahora procedían de Rusia por las de otros países productores), reemplazando el gas por otras fuentes de energía y poniendo en marcha medidas de ahorro energético. Además, las cotizaciones del gas en los mercados de futuros estarían capturando de algún modo el escenario más probable acerca del ritmo al que se irá desvaneciendo el impacto de la incertidumbre actual sobre las decisiones de gasto de los agentes.

En los trimestres más inmediatos, los elevados precios del gas y de la electricidad afectarán adversamente a la actividad económica. Sin embargo, el propio encarecimiento del gas, junto con las medidas adoptadas a escala europea para contener su utilización, limitarán la

demanda de esta materia prima. Ello permitiría que, aunque el suministro a la Unión Europea de gas procedente de Rusia se interrumpiera por completo, no fueran necesarios racionamientos severos de esta materia prima.

La actividad recobrará un vigor creciente a partir de la primavera, cuando se verá impulsada por la conjunción de diversos factores. Estos incluyen un alivio gradual de las tensiones imperantes en los mercados de la energía —lo que traería consigo una recuperación progresiva de las rentas reales de los agentes, una mejora de la confianza y un fortalecimiento de la demanda exterior—, la resolución paulatina de las alteraciones que persisten en las cadenas de aprovisionamiento global y un mayor despliegue relativo de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU)⁶. Los flujos turísticos procedentes del exterior, que ya han recuperado prácticamente los niveles previos a la crisis sanitaria, actuarán también como soporte de la actividad, aunque su dinamismo se verá moderado en el corto plazo por los efectos del repunte inflacionista sobre las rentas reales de los potenciales turistas.

En términos de la tasa media anual, se estima que el PIB se elevará un 4,5 % en 2022 (véanse cuadro 1 y gráfico 1). Dada la significativa desaceleración que se prevé en la actividad económica durante la segunda mitad del año, este avance del producto reflejaría, fundamentalmente, los repuntes de la actividad que ya se han materializado hasta el segundo trimestre. En 2023, el crecimiento del PIB se moderará muy significativamente, hasta situarse en el 1,4 %, a resultas de la debilidad de la actividad en el segundo semestre de este año y en el primer trimestre del próximo. Cabe recordar, en este sentido, que un menor crecimiento del producto en la parte final de un año limita sensiblemente, a través de los efectos arrastre, la tasa media de crecimiento del siguiente. Por otra parte, el mayor dinamismo económico a partir de la primavera de 2023 se intensificará progresivamente, lo que permitirá que en 2024 el avance del PIB alcance el 2,9 %. La recuperación del nivel del producto previo a la pandemia

5 En concreto, se toman los precios del gas en los mercados de futuros hasta el plazo de un año. A partir de entonces, se considera que, debido a la escasa liquidez del mercado, los precios negociados no son muy representativos, por lo que se opta por mantener constante el precio de esta materia prima en los niveles a los que cotizan los futuros para octubre de 2023 hasta el final del horizonte de proyección. Por su parte, la senda de precios de la electricidad se obtiene a partir de una fórmula que aproxima la eficiencia técnica de la generación eléctrica a partir del gas con la tecnología actualmente existente. Además, se añade el coste de los permisos de emisión de CO₂. El supuesto acerca de la trayectoria de este coste coincide con el utilizado por el personal técnico del BCE en las *Proyecciones macroeconómicas del BCE para el área del euro de septiembre*. Finalmente, en el cálculo de la senda de precios de la electricidad se tiene en cuenta el mecanismo del tope del precio del gas hasta mayo de 2023 y la reversión de las medidas impositivas una vez transcurrido el plazo para el que han sido aprobadas.

6 La ejecución de proyectos asociados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) del NGEU se está desarrollando con un cierto retraso con respecto a las proyecciones de junio. Esto se traduce en una contribución más reducida al crecimiento económico en el corto plazo y más elevada hacia el final del horizonte de proyección. Véase anejo 1.

Recuadro 1

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

se retrasaría probablemente hasta el primer trimestre de 2024 (véase gráfico 2), esto es, unos dos trimestres más tarde de lo proyectado en junio.

En comparación con las proyecciones anteriores, las actuales comportan una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2022 de 0,4 pp (véase cuadro 3). Los datos más recientes de la CNTR hasta el segundo trimestre, que reflejan, en conjunto, un avance más intenso del PIB de lo que se estimaba en junio conducen, mecánicamente, a una revisión al alza de 0,7 pp de la tasa media de crecimiento de este año. No obstante, dicha alza se ve mermada por el menor crecimiento de la actividad que se anticipa ahora para el segundo semestre. Por su parte, el crecimiento proyectado en 2023 es 1,5 pp menor que el de junio. Las mayores tasas de inflación proyectadas, las condiciones de financiación menos favorables, las dificultades para que las empresas de las ramas más afectadas por el recrudecimiento de la crisis energética desarrollen su actividad, el aumento de la incertidumbre y el debilitamiento de la demanda global son factores que contribuyen a explicar esta notable revisión a la baja del crecimiento del próximo año.

Precios y costes

El ritmo de avance de los precios de consumo, medidos por el índice armonizado de precios de consumo (IAPC), continuó sorprendiendo al alza en los meses de verano. En julio, la tasa interanual de este indicador alcanzó el 10,8%, su nivel más elevado desde 1984. Posteriormente, los componentes de alimentos, bienes industriales no energéticos y servicios han seguido acelerándose, de forma que una proporción cada vez más elevada de rúbricas ha ido registrando tasas de inflación muy elevadas. Cabe destacar, en particular, el fuerte avance de los precios de los servicios de ocio, restauración y turismo, relacionado con el notable vigor de la demanda tras el levantamiento de la práctica totalidad de las restricciones asociadas a la pandemia. Sin embargo, la tasa de variación del indicador general se ha moderado en cierta medida recientemente, gracias a la caída del precio de los carburantes⁷. Esta desaceleración ha sido, no obstante, menos intensa de lo que se anticipaba en las proyecciones de junio, debido al repunte del precio del gas, que se prolongó hasta finales de agosto y que incidió también sobre los precios de la electricidad.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes

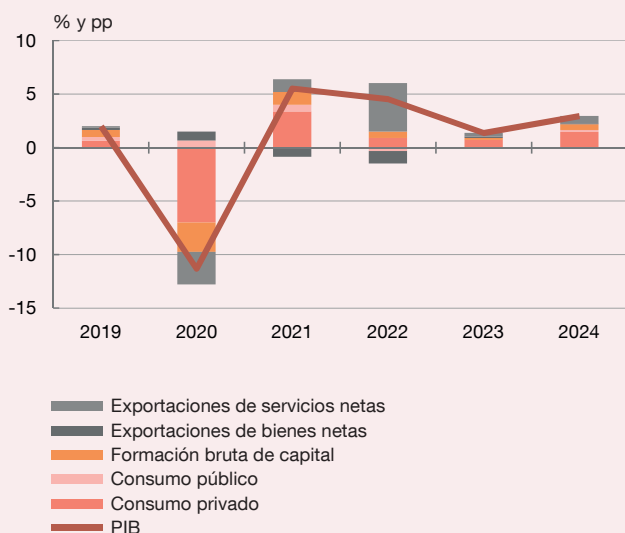
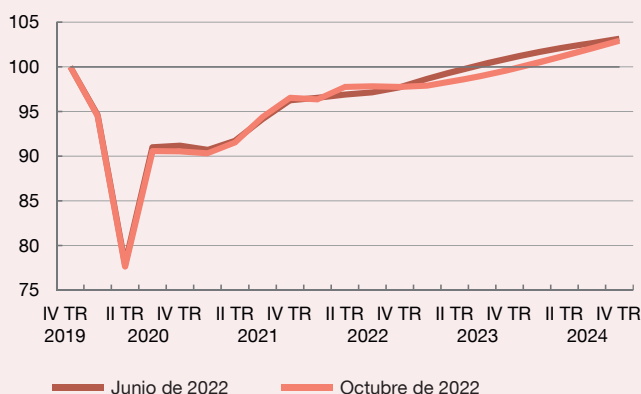


Gráfico 2
PIB real. Nivel (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

7 El IAPC habría crecido en septiembre un 9,3%, según el indicador adelantado.

Recuadro 1

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

Un elemento que ha contenido la dinámica inflacionista son las actuaciones puestas en marcha por las autoridades precisamente para limitar los efectos de ese aumento del precio del gas. En concreto, se estima que, en agosto, estas medidas contribuyeron a reducir la tasa de inflación general en algo más de 2 pp. De esta cuantía, aproximadamente la mitad se corresponde con el efecto del mecanismo para limitar el precio del gas utilizado en la generación de electricidad.

En el período de proyección se contempla una moderación gradual de la tasa de variación del IAPC general desde sus niveles actuales. Ello responde, fundamentalmente, a la reducción esperada del ritmo de crecimiento de los componentes de energía y alimentos (véase gráfico 3), en consonancia con las sendas de los precios del petróleo,

del gas y de las materias primas alimenticias de los mercados de futuros.

Sin embargo, no se espera que la inflación subyacente descienda desde sus elevados niveles actuales hasta la próxima primavera (véase gráfico 4). La razón es que, en los próximos meses, continuará completándose la traslación de los recientes incrementos de costes de las empresas a sus precios de venta. Eventualmente, la culminación de esa transmisión, junto con la prolongación de los indicios recientes de desvanecimiento gradual de las persistentes distorsiones que afectan a las cadenas globales de suministro, permitirá una moderación paulatina de la inflación subyacente. Así, en términos de las tasas medias anuales, este indicador alcanzará el 3,9 % este año, y se moderará hasta el 3,5 % y el 2,1 % en

Cuadro 3

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

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

	Proyecciones de octubre de 2022				Proyecciones de junio de 2022		
	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIB	5,5	4,5	1,4	2,9	4,1	2,8	2,6
Consumo privado	6,0	1,6	1,3	3,2	1,4	4,9	2,8
Consumo público	2,9	-1,5	0,0	0,9	-0,2	0,4	1,2
Formación bruta de capital fijo	0,9	4,7	1,7	2,6	6,5	2,1	2,4
Exportación de bienes y servicios	14,4	17,5	4,0	3,1	12,5	2,9	3,5
Importación de bienes y servicios	13,9	8,2	3,1	2,4	7,0	4,0	3,1
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	5,2	1,1	0,9	2,5	2,1	3,2	2,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,3	3,4	0,5	0,4	2,0	-0,4	0,2
PIB nominal	7,9	8,1	5,9	5,6	7,2	5,8	5,0
Deflactor del PIB	2,3	3,5	4,5	2,6	2,9	2,9	2,4
IAPC	3,0	8,7	5,6	1,9	7,2	2,6	1,8
IAPC sin energía ni alimentos	0,6	3,9	3,5	2,1	3,2	2,2	2,0
Empleo (horas)	7,2	4,0	0,8	2,5	4,6	1,5	1,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	14,8	12,8	12,9	12,4	13,0	12,8	12,7
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,9	2,6	2,7	3,4	3,1	3,2	3,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-6,9	-4,3	-4,0	-4,3	-4,6	-4,5	-4,2
Deuda de las AAPP (% del PIB)	118,3	113,3	110,7	109,9	114,9	113,2	112,5

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

Recuadro 1

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

2023 y 2024, respectivamente. Por su parte, la inflación general se desacelerará desde el 8,7 % de 2022 hasta el 5,6 % y el 1,9 %, respectivamente, de cada uno de los dos años siguientes.

Estas proyecciones descansan sobre dos supuestos muy relevantes. Por un lado, la evidencia disponible indica que los precios de los bienes y servicios no energéticos han respondido a las perturbaciones de los precios de la energía de forma más rápida en el episodio inflacionista actual de lo que lo han hecho, por término medio, en el pasado. Por este motivo, se asume que la traslación por parte de las empresas de los aumentos de costes energéticos pasados a los precios de venta finales se encuentra ya en un estado relativamente avanzado de culminación. Por otro lado, la respuesta de los salarios al repunte inflacionista ha sido, hasta la fecha, moderada. De cara al futuro, se considera que esta respuesta continuará siendo relativamente contenida, lo que evitará que se desencadenen fenómenos de retroalimentación entre los crecimientos de los salarios y los de los precios finales.

En comparación con las proyecciones de junio, las sorpresas recientes en el avance de los precios —que se explican, en gran medida, por un encarecimiento de las materias primas energéticas y alimenticias mayor del

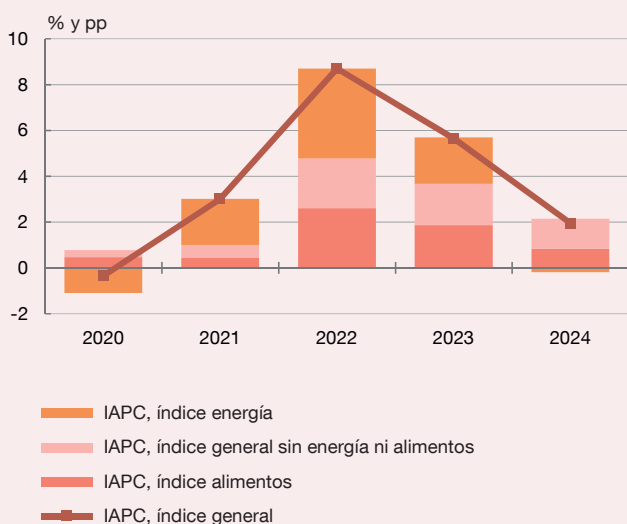
esperado entonces, y por una transmisión más rápida de dicho encarecimiento hacia los precios de otros bienes y servicios— comportan un punto de partida más elevado. Este nuevo punto de partida, junto con las nuevas sendas previstas de cara al futuro para los precios de la energía y un euro más depreciado, implica tasas para la inflación general y para la subyacente más elevadas y persistentes en el tiempo de lo proyectado en junio (véase cuadro 1).

Riesgos

Los riesgos sobre estas proyecciones están orientados a la baja para la actividad y al alza para la inflación. En particular, el principal riesgo se deriva de la materialización de desarrollos en los mercados energéticos que puedan diferir significativamente de los contemplados en el escenario central. Estos riesgos, que, en principio, se localizarían fundamentalmente en el mercado del gas, podrían manifestarse tanto a través de la evolución de los precios —que pueden seguir una trayectoria inferior o una superior a la del escenario central— como a través de las cantidades —de modo que puedan observarse mayores problemas de suministro de los considerados o bien una ausencia plena de restricciones al uso del gas—.

En este sentido, la realización de distintos ejercicios de sensibilidad resulta de utilidad para valorar el impacto que, sobre el crecimiento y la inflación, podrían tener

Gráfico 3
Contribuciones al crecimiento del índice armonizado de precios de consumo por componentes

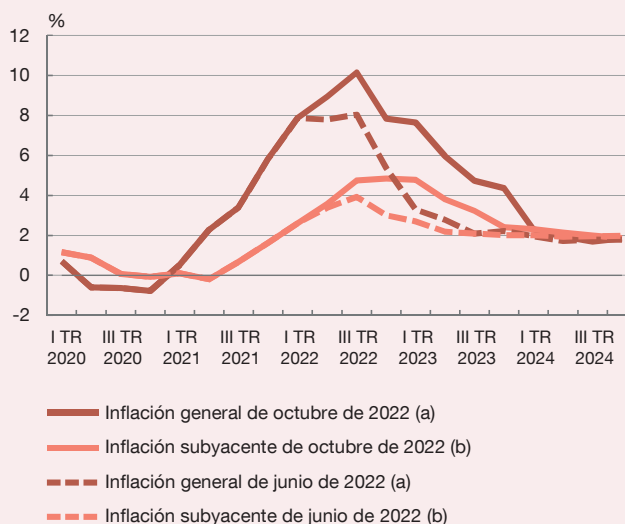


FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

Gráfico 4
Evolución de la inflación general y subyacente



Recuadro 1

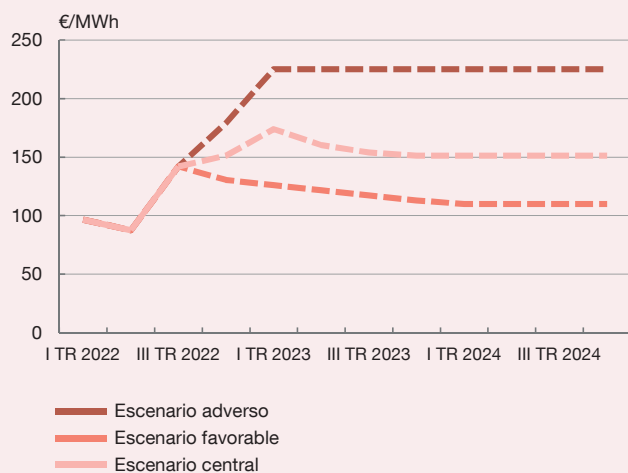
PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2022-2024) (cont.)

algunas variaciones relevantes en los supuestos relativos a las dinámicas del mercado del gas natural contemplados en el escenario central.

En primer lugar, en el caso de la evolución de los precios de esta materia prima, se consideran dos sendas alternativas a la planteada en el escenario central. En particular, en un escenario desfavorable se asume que, desde su nivel actual, el precio del gas se incrementa gradualmente hasta situarse, en enero de 2023, en el máximo que alcanzó el pasado mes de agosto, nivel de precios que se mantendría durante el resto del horizonte de proyección (véase gráfico 5).

Además, también se contempla un escenario favorable, en el que, en comparación con el central, los precios del gas se sitúan en niveles más reducidos desde octubre de 2022. En concreto, el supuesto realizado es que dichos precios disminuyen de forma lineal hasta enero de 2024, momento en que alcanzan el nivel marcado en los mercados de futuros para las operaciones a ese horizonte temporal. Posteriormente, se estabilizan en esa cota hasta diciembre de 2024⁸.

Gráfico 5
Precio del gas

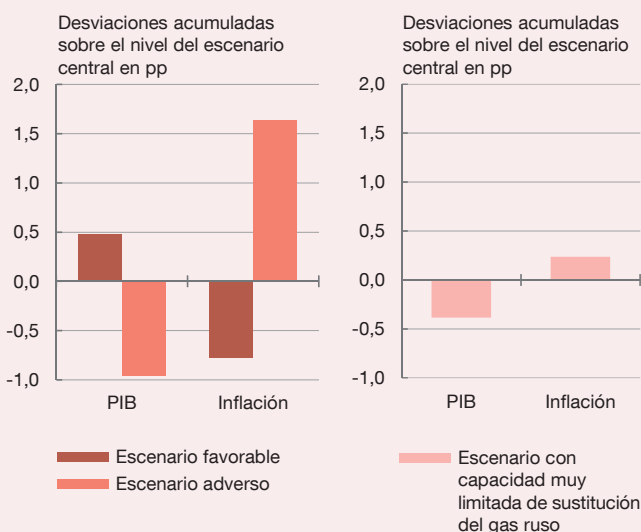


FUENTES: MIBGAS y Banco de España.

En segundo lugar, en lo que respecta a las cantidades, se ha elaborado un único escenario alternativo. En dicho escenario, se asume que la capacidad de Europa para sustituir en el corto plazo las importaciones de gas procedentes de Rusia es limitada —ya sea porque no resulta sencillo encontrar suministradores alternativos, porque no es fácil sustituir el gas por otra fuente de energía, porque la demanda es elevada ante un invierno más frío de lo habitual, o por cualquier otra causa— y se sitúa en la parte baja del rango de elasticidades de sustitución considerado en Quintana (2022)⁹. En este sentido, cabe señalar que, en el escenario central de este ejercicio de proyecciones, se asume que esa elasticidad de sustitución se encontraría en la parte alta de dicho rango, como consecuencia de los preparativos que muchos países europeos han venido desplegando en los últimos meses para limitar el impacto económico de un corte en el suministro de gas ruso, lo que se correspondería con una capacidad de sustitución relativamente moderada en el corto plazo.

Las simulaciones llevadas a cabo con el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE) sugieren que, bajo el escenario

Gráfico 6
Impacto acumulado sobre el PIB y la inflación en el período 2023-2024



8 Como se ha señalado, se ha optado, en el escenario central, por mantener constantes los precios del gas a partir de noviembre de 2023 en el valor que cotizan los futuros para octubre de ese mismo año. La razón que existe detrás de este supuesto es que, a un horizonte superior a un año, la liquidez del mercado de futuros es muy reducida.

9 Véase Quintana, J. (2022), «Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea», Artículos Analíticos, *Boletín Económico*, 2/2022, Banco de España.

Recuadro 1

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

desfavorable de los precios, el nivel del PIB en 2024 sería 1 pp inferior al implícito en las actuales proyecciones, mientras que la inflación sería 1,1 pp más elevada en 2023 y 0,5 pp superior en 2024 (véase panel izquierdo del gráfico 6). En contraposición, en el escenario favorable del precio del gas, la corrección más intensa de este daría lugar a una mayor reducción de las tasas de inflación y a unos ritmos de avance de la actividad más intensos a partir de 2023 de lo proyectado bajo el escenario central. Finalmente, bajo el escenario que asume una capacidad limitada para sustituir el gas ruso, la actividad crecería, en el bienio 2023-2024, 0,4 pp menos de lo previsto en el escenario central, mientras que la inflación sería 0,2 pp más elevada (véase panel derecho del gráfico 6).

Las proyecciones están sometidas, además, a otros elementos de riesgo adicionales. Una primera fuente de incertidumbre 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 está teniendo lugar la transmisión de los mayores costes de producción a los precios finales en los últimos meses habría elevado la probabilidad de que se desencadenen efectos de segunda vuelta o de realimentación entre precios y salarios significativos, y, por tanto, de que se produzca un agravamiento adicional del proceso inflacionario, con consecuencias adversas sobre la competitividad exterior y sobre la actividad y el empleo. Además, la persistencia del actual episodio de elevados crecimientos de precios incrementa los riesgos de desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo, que han repuntado, aunque modestamente, en los últimos meses.

El ritmo con el que los proyectos de inversión asociados al programa NGEU podrían filtrarse a la economía también supone una fuente de incertidumbre adicional de cara al futuro, después de los retrasos que parecen haberse producido en los últimos trimestres. Asimismo, en el contexto actual, de elevada incertidumbre, no puede descartarse un eventual repunte del ahorro por motivos precautorios que lastre el gasto de los hogares y el dinamismo del consumo agregado.

Finalmente, la conjunción del proceso de normalización monetaria y el deterioro en las perspectivas económicas se está traduciendo en un endurecimiento de las condiciones de financiación de los mercados financieros

que podría dar lugar a algún episodio potencialmente disruptivo en dichos mercados de capitales. En cualquier caso, las pérdidas acumuladas en el valor real de las rentas de empresas y familias, unidas a los mayores tipos de interés que se proyectan, incrementan la vulnerabilidad de aquellos agentes con una situación económica y financiera menos saneada, lo que podría incidir sobre sus niveles de gasto en mayor medida que lo incorporado en las actuales proyecciones.

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

Las diferencias más destacadas entre los supuestos actuales y los de junio se refieren a los precios de la energía —más reducidos en el caso del petróleo, pero significativamente más elevados en lo que respecta al gas—, 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 2023 y, en menor medida, en 2024 (véase cuadro 2)—.

En el ámbito de la política fiscal, las nuevas medidas aprobadas desde la fecha de cierre del ejercicio de proyecciones de junio suponen un incremento del déficit de las Administraciones Públicas de 2022 de 0,8 pp de PIB¹⁰. Todas esas medidas tienen una naturaleza transitoria, salvo el aumento de 0,1 pp de PIB del gasto en defensa. En conjunto, el importe de las medidas temporales que han sido aprobadas desde el comienzo de este año en relación con el repunte de precios de la energía y las consecuencias de la guerra ascendería a 1,3 pp de PIB. Con respecto a las proyecciones de junio, se espera, en todo caso, una reducción mayor del déficit público este año, dado que el aumento de la recaudación impositiva en el conjunto del ejercicio superará ampliamente, a tenor de la última información disponible, el coste de las nuevas medidas.

De cara a 2023 y 2024, se estima que, en cada uno de esos años, los gravámenes temporales sobre el sector energético y las entidades de crédito y establecimientos financieros de crédito supondrán una mejora transitoria del saldo público de 0,3 pp de PIB. A falta de suficiente información, otros supuestos incluidos en el ejercicio son

10 No se han incluido los anuncios en materia tributaria dados a conocer el 29 de septiembre, a la espera de su concreción normativa y de su posterior análisis detallado.

la subida de los salarios públicos en línea con el incremento previsto en el sector privado y un cierto cierre de la brecha entre la recaudación impositiva observada y el nivel más reducido de esta que se derivaría de su relación histórica con las bases tributarias. Para el resto de las rúbricas, las proyecciones se apoyan en los supuestos técnicos habituales —que incluyen la indiciación de las pensiones con el índice de precios de consumo (IPC)— y en el crecimiento inercial de las partidas más discrecionales, lo que comporta aumentos nominales mayores de los proyectados en junio como consecuencia de las revisiones al alza de las tasas de variación previstas de los deflatores. Finalmente, los datos disponibles sobre el ritmo de ejecución de las

convocatorias del programa NGEU llevan a revisar a la baja el gasto estimado para 2022 y 2023, y ligeramente al alza el de 2024.

Como consecuencia de las diversas medidas transitorias aprobadas, el tono de la política fiscal, medido por la variación del saldo estructural primario¹¹, sería moderadamente expansivo este año y pasaría a ser contractivo en 2023, una vez que estas se retiren. En 2024, el aumento de las pensiones —dado que se revalorizan con el IPC del año anterior— por encima del crecimiento potencial de la economía, junto con un cierto cierre de la brecha de la recaudación impositiva, propiciaría nuevamente un tono de la política fiscal expansivo.

11 Corregido de ingresos y pagos a la Unión Europea, ya que estos, si bien alteran el déficit estructural, no tienen impacto en el tono de la política fiscal en nuestro país, ya que no afectan a los agentes residentes.