

# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ESPAÑA 2022-2024

**ENRIQUE MORAL-BENITO**

Subdirector Departamento de Análisis de la Situación Económica

Jornada Secciones de Crédito  
Cooperativas Agro-alimentarias de España  
Madrid, 27 de octubre de 2022



## ÍNDICE

1. Contexto global
2. Punto de partida de la economía española
3. Evolución de la actividad en T3
4. Proyecciones macroeconómicas 2022-2024
  - Escenario central
  - Principales riesgos

## CONTEXTO GLOBAL: LA ACTIVIDAD ECONÓMICA GLOBAL SE DESACELERA ...

Dinámicas de la inflación muy elevadas y persistentes a escala global

Normalización/endurecimiento de la política monetaria global

Guerra en Ucrania

Ralentización en la actividad económica global

El crecimiento se revisa a la baja

La inflación se revisa al alza

La UEM está particularmente afectada por estas revisiones

Crisis energética en Europa

Crece la dispersión de las previsiones entre analistas

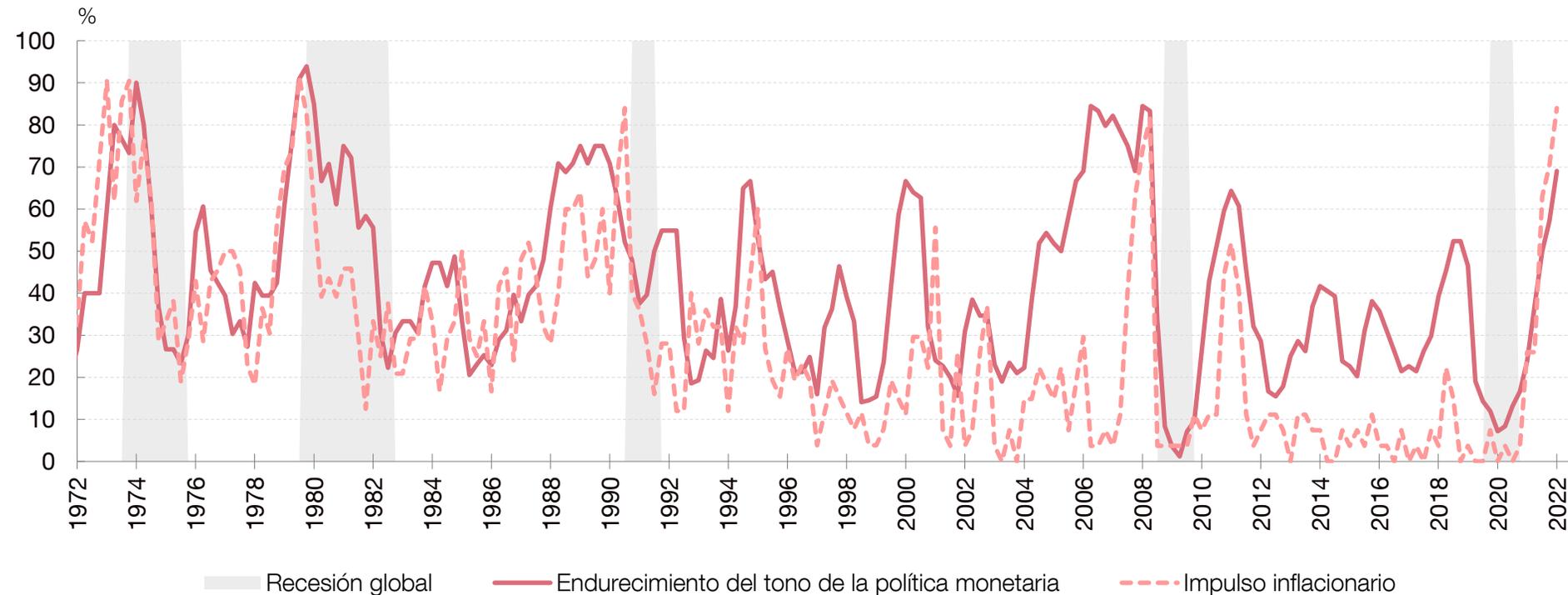
Cae la confianza

Mayor volatilidad en los mercados financieros

Depreciación del euro

# ... EN PARTE DEBIDO A LAS ELEVADAS PRESIONES INFLACIONISTAS Y AL ENDURECIMIENTO DE LA POLÍTICA MONETARIA, DINÁMICAS QUE COMPARTEN UN GRAN NÚMERO DE PAÍSES

## PORCENTAJE DE PAÍSES CON AUMENTOS DE LA INFLACIÓN Y SUBIDAS DE TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (a)



Fuentes: Estadísticas nacionales, BIS, FMI y Refinitiv.

(a) El impulso inflacionario muestra el porcentaje de países que, en cada trimestre, experimentan simultáneamente una tasa de inflación superior a la del trimestre previo y un nivel de inflación superior a su media histórica (primer trimestre de 1984 a segundo de 2022). El endurecimiento del tono de la política monetaria muestra el porcentaje de países que están aumentando sus tipos de interés en cada trimestre. Las recesiones globales son períodos con un crecimiento del PIB per cápita mundial cercano a 0 o negativo. Para estas medidas el número de países aumenta progresivamente hasta los 28. Los países incluidos son: Avanzados (Australia, Canadá, Suiza, Dinamarca, Reino Unido, Japón, Corea, Noruega, Nueva Zelanda, Suecia, Estados Unidos y área del euro) y emergentes (Brasil, China, India, México, Malasia, Polonia, Rusia, Arabia Saudita, Turquía, Sudáfrica, Argentina, Chile, Colombia, Hungría, Indonesia y Perú). Los datos del área del euro empiezan a partir de 1999.

# PUNTO DE PARTIDA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA: MEJOR DE LO ESPERADO HACE UNOS MESES, A PESAR DE LA ELEVADA INFLACIÓN

Crecimiento en 2T mayor del esperado y por encima del de la UEM

Buen comportamiento del mercado laboral

La vulnerabilidad empresarial disminuye, salvo en algunas ramas

Recuperación aún incompleta y desigual por componentes de demanda y ramas

Destaca el dinamismo de los ingresos públicos

Se endurecen los criterios de concesión de créditos

Inflación muy elevada y generalizada

La industria manufacturera se comporta mejor que la europea

Los costes de financiación bancaria empiezan a elevarse

## EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD EN T3: SEÑALES DE UNA DESACELERACIÓN SIGNIFICATIVA CON RESPECTO AL TRIMESTRE PRECEDENTE

El empleo parece perder vigor

Deterioro en los indicadores de confianza

Debilidad, también, en otros indicadores de consumo y actividad

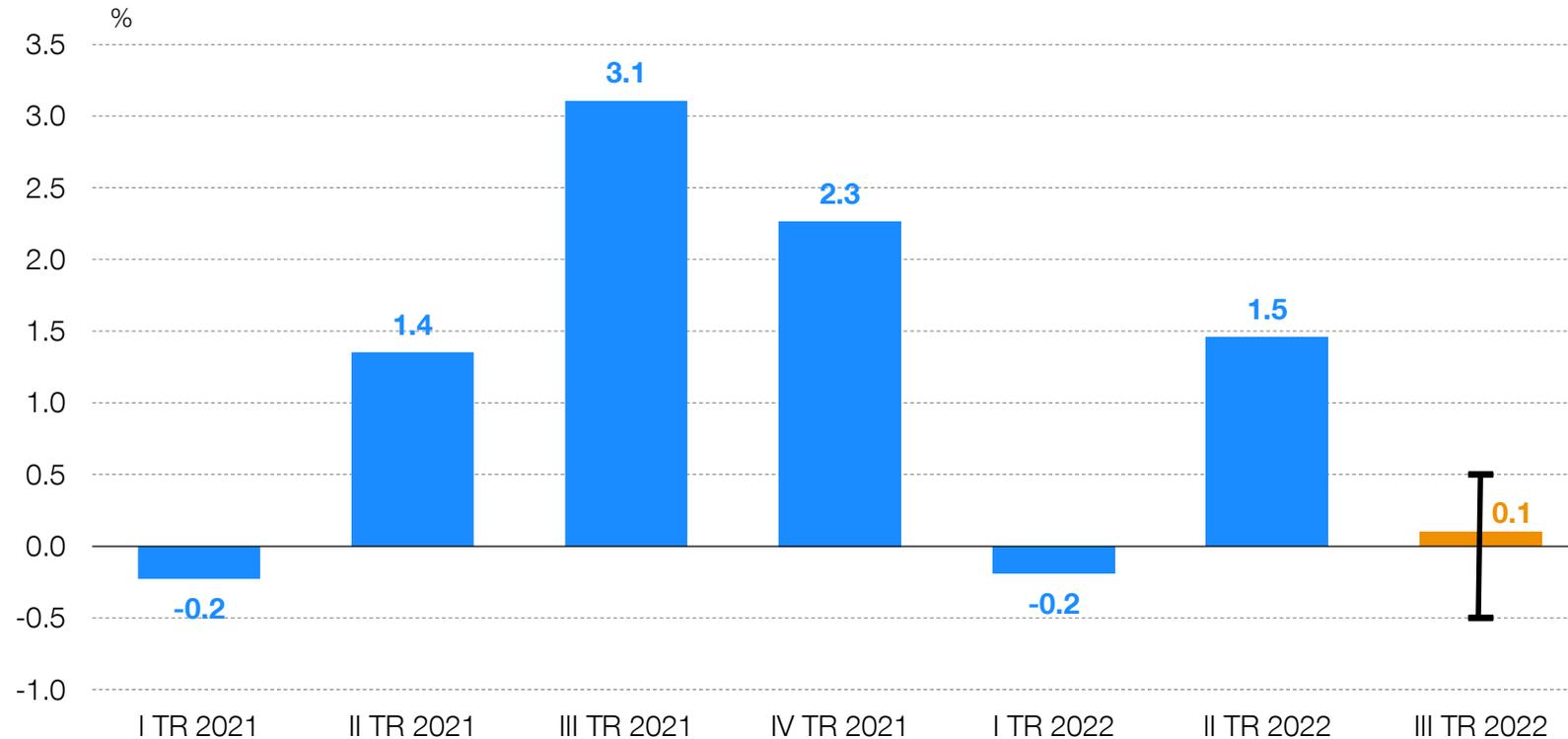
La EBAE apunta a un descenso en la facturación empresarial

Leve repunte de la demanda como factor que limita la producción industrial

En contraste con todo ello, la temporada turística en verano ha superado las expectativas

# SE PREVÉ UNA TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB DEL 0,1% EN EL TERCER TRIMESTRE, SI BIEN ESTA PREVISIÓN ESTÁ SUJETA A UNA CONSIDERABLE INCERTIDUMBRE

## CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a) El rango de previsiones para el tercer trimestre representa los resultados de cuatro modelos: el [Spain-Sting](#), el [DENSI](#), un modelo sectorial construido a partir de los datos de afiliados por ramas y un modelo de regresión lineal construido a partir de la información de la EBAE.

Elementos/supuestos principales que caracterizan el **escenario central**

**Inflación**

**PIB**

**Cuentas públicas**

### Con respecto al ejercicio de junio:

- Sorpresa positiva en el **crecimiento de 2T**
- Reiteradas **sorpresas al alza en la inflación**
- Corte de la práctica totalidad del **suministro de gas ruso** por gaseoducto hacia Europa
- **Tipos de interés** más altos
- **Coste de la energía** más elevado a futuro
- Menor **demanda externa**
- **Euro** más depreciado
- Menor despliegue del **programa NGEU** en 2022 y 2023, pero algo mayor en 2024

### Además:

- Sin medidas severas de **raционamiento de gas** (capacidad moderada para sustituir el gas ruso en el corto plazo)
- Sin escalada adicional en la **guerra en Ucrania**, pero sin una resolución temprana del conflicto, ...
- ... ni de los **cuellos de botella** (mejora muy gradual a lo largo de 2023) ...
- ... ni de la **crisis energética** (senda de futuros)
- Sin **efectos de segunda vuelta** significativos
- Solo con **medidas de política económica** ya aprobadas y por la duración anunciada

			PROYECCIONES DE OCTUBRE DE 2022 (a)			DIFERENCIAS CON LAS PROYECCIONES DE JUNIO		
	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Tasa de variación anual (%), salvo indicación en contrario								
<b>PIB</b>	-11,3	5,5	<b>4,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,9</b>	0,4	-1,5	0,4
<b>Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)</b>	-0,3	3,0	<b>8,7</b>	<b>5,6</b>	<b>1,9</b>	1,5	3,1	0,1
<b>IAPC sin energía ni alimentos</b>	0,5	0,6	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>2,1</b>	0,7	1,3	0,1
<b>Tasa de paro (% de la población activa). Media anual</b>	15,5	14,8	<b>12,8</b>	<b>12,9</b>	<b>12,4</b>	-0,2	0,2	-0,3
<b>Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)</b>	-10,1	-6,9	<b>-4,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,3</b>	0,3	0,5	0,0
<b>Deuda de las AAPP (% del PIB)</b>	120,4	118,3	<b>113,3</b>	<b>110,7</b>	<b>109,9</b>	-1,6	-2,5	-2,6

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a) Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de septiembre de 2022. Las diferencias con las proyecciones de junio están calculadas sobre las tasas a dos decimales.

Más detalles 

¿A qué se deben los errores de previsión en la inflación de los últimos trimestres?

¿Cómo son los efectos indirectos de un encarecimiento de las materias primas?

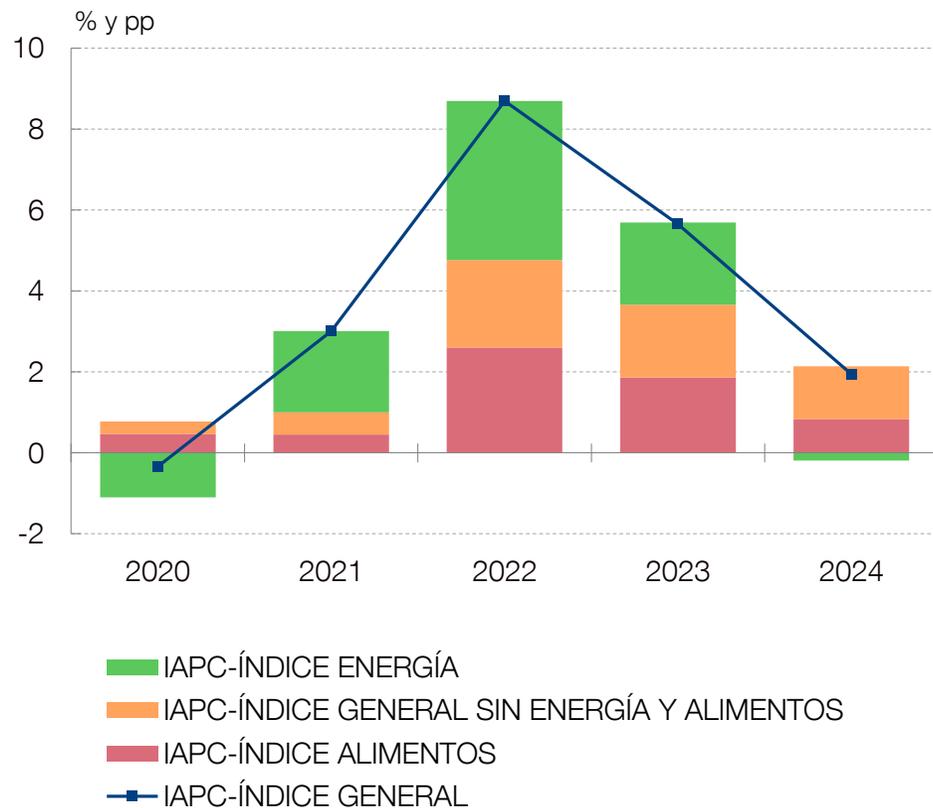
¿Qué esperan las empresas sobre la persistencia de las presiones inflacionistas actuales?

Evolución de la negociación colectiva

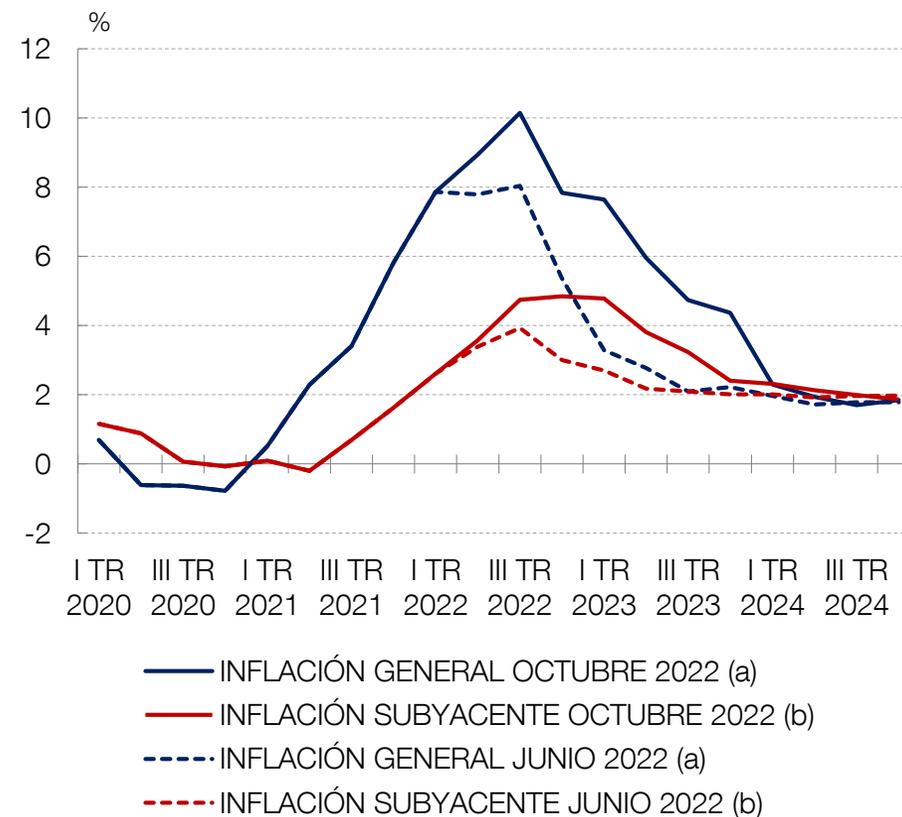
Comportamiento de los márgenes empresariales

Efecto de las medidas desplegadas por las autoridades

**CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMPONENTES**



**EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GENERAL Y SUBYACENTE**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(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.

### Sorpresa en el crecimiento del 2T:

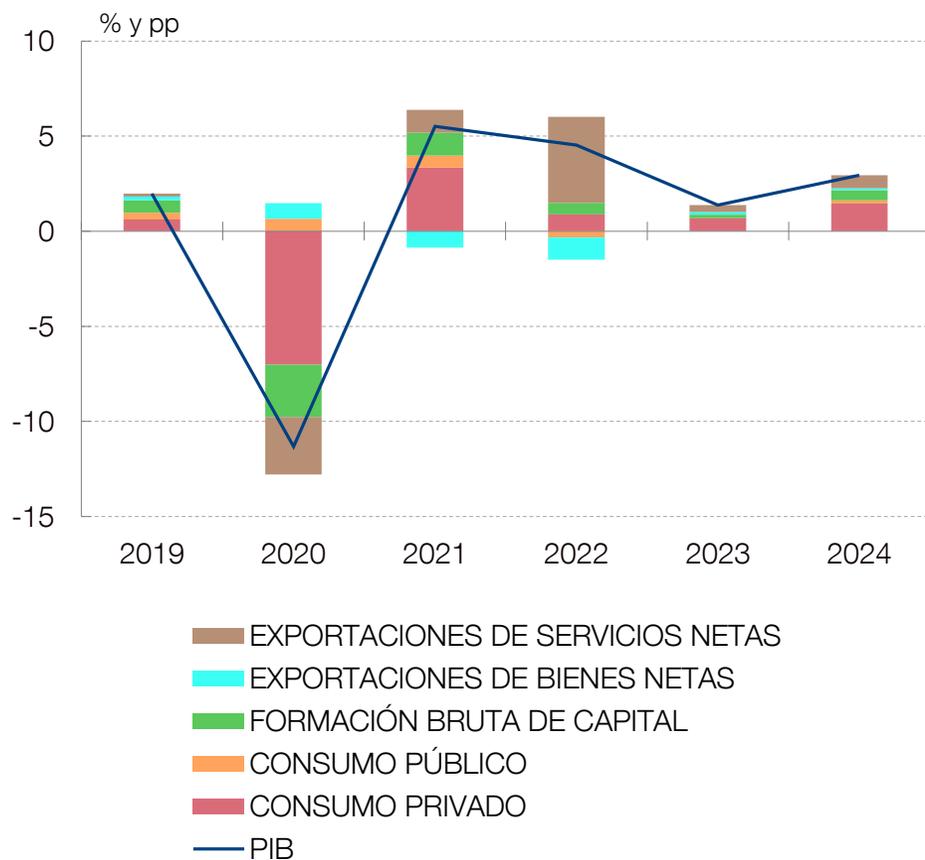
Mecánicamente, implicaría una revisión al alza de 0,7 pp en la tasa media de crecimiento en 2022

Se revisa a la baja el ritmo al que los fondos del programa NGEU se estarían filtrando a la economía

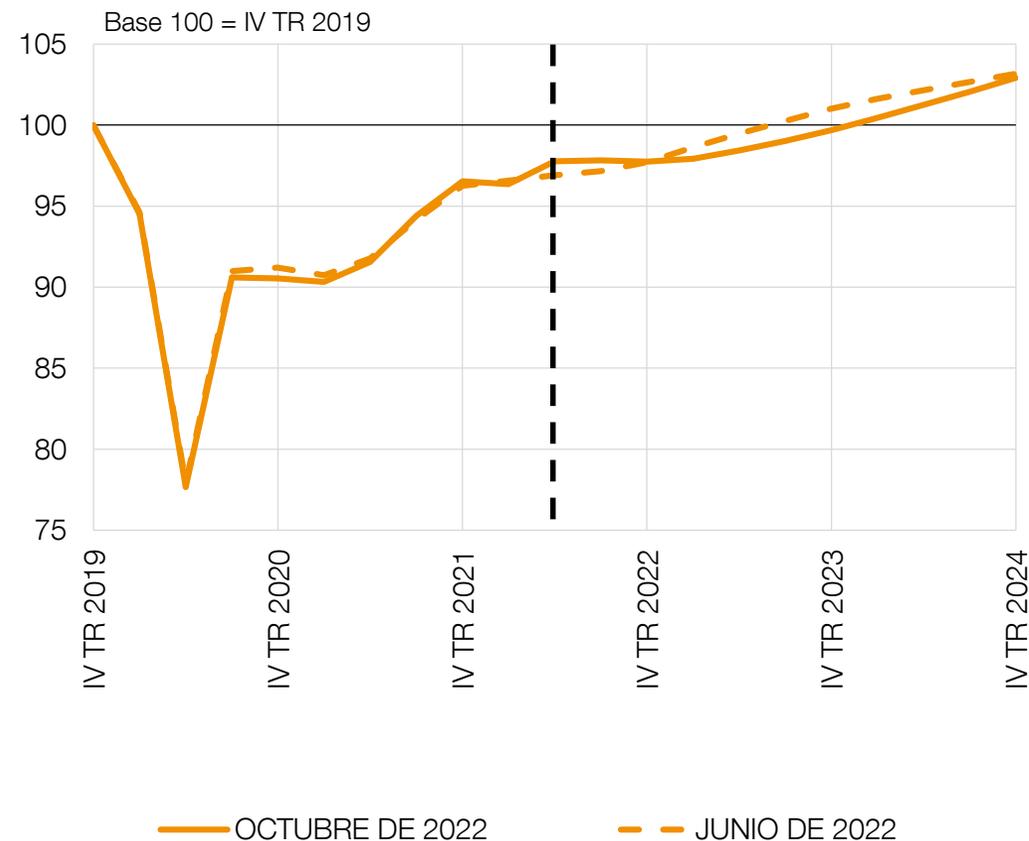
En los próximos trimestres, se revisa a la baja la senda de consumo privado, penalizado, especialmente, por el deterioro de la confianza, la caída de la renta real y el endurecimiento de las condiciones financieras

Por estos mismos motivos, y por el deterioro en las perspectivas económicas globales, también se revisa a la baja el perfil de la inversión privada en los próximos trimestres

**CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES**



**PRODUCTO INTERIOR BRUTO (Índice de volumen encadenado)**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

**Saldo de las AAPP**

Continúa mejorando, debido a la fortaleza de los ingresos públicos ...  
... y a pesar del impacto negativo en 2022 (positivo en 2023) de las medidas anunciadas en relación con el repunte de precios de la energía y las consecuencias de la guerra

**Ratio de deuda pública sobre PIB**

Se revisa a la baja en el horizonte de previsión debido, principalmente, al aumento del PIB nominal y a la mejora del saldo primario

# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2022-2024: PRINCIPALES RIESGOS

Las previsiones presentadas están sometidas a una **extraordinaria incertidumbre**

Los **riesgos** sobre estas proyecciones están orientados **a la baja para la actividad y al alza para la inflación**

## Principales riesgos

Desarrollos en los **mercados energéticos** (precios y/o cantidades)

Magnitud de los **efectos de segunda vuelta** sobre la inflación

Ejecución e impacto del **programa NGEU**

Evolución del **ahorro/consumo**

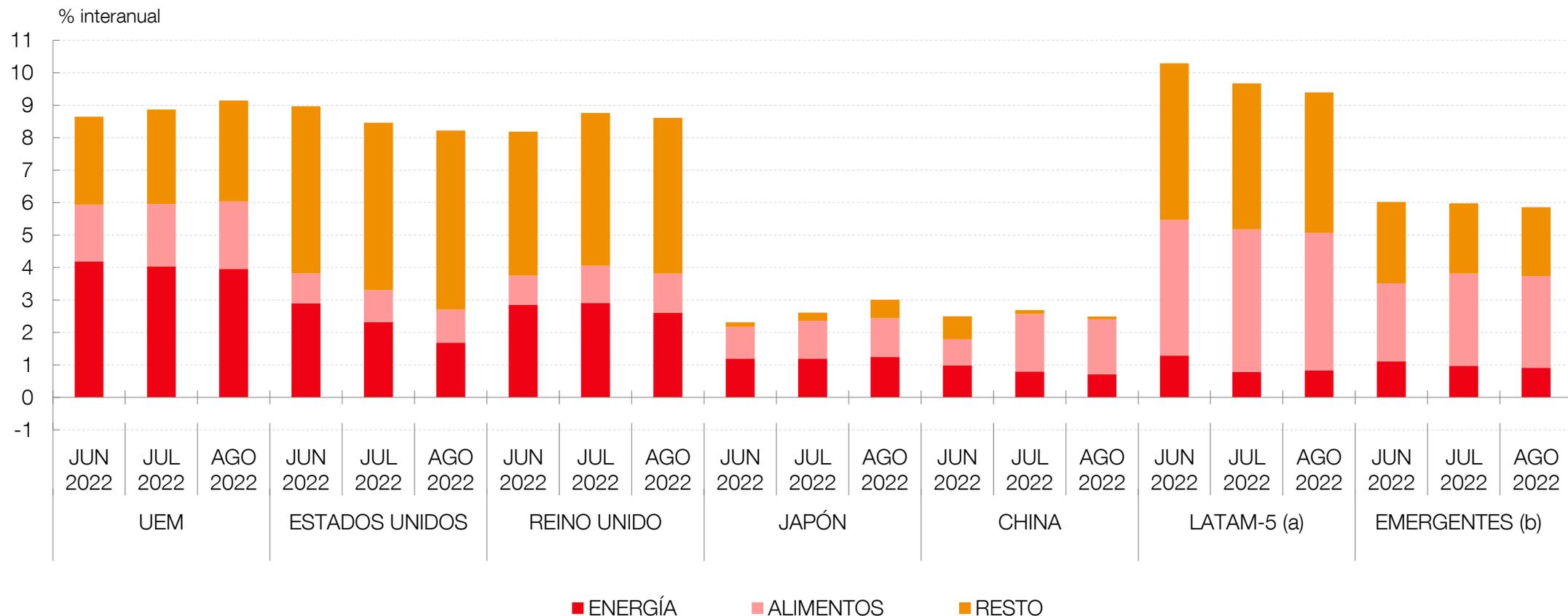
Comportamiento de la **actividad económica global y europea**

Dinámicas en los **mercados de capitales** y vulnerabilidad financiera de empresas y hogares

GRACIAS POR SU ATENCIÓN



## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LAS TASAS DE INFLACIÓN Y SUS CONTRIBUCIONES, POR ZONAS GEOGRÁFICAS



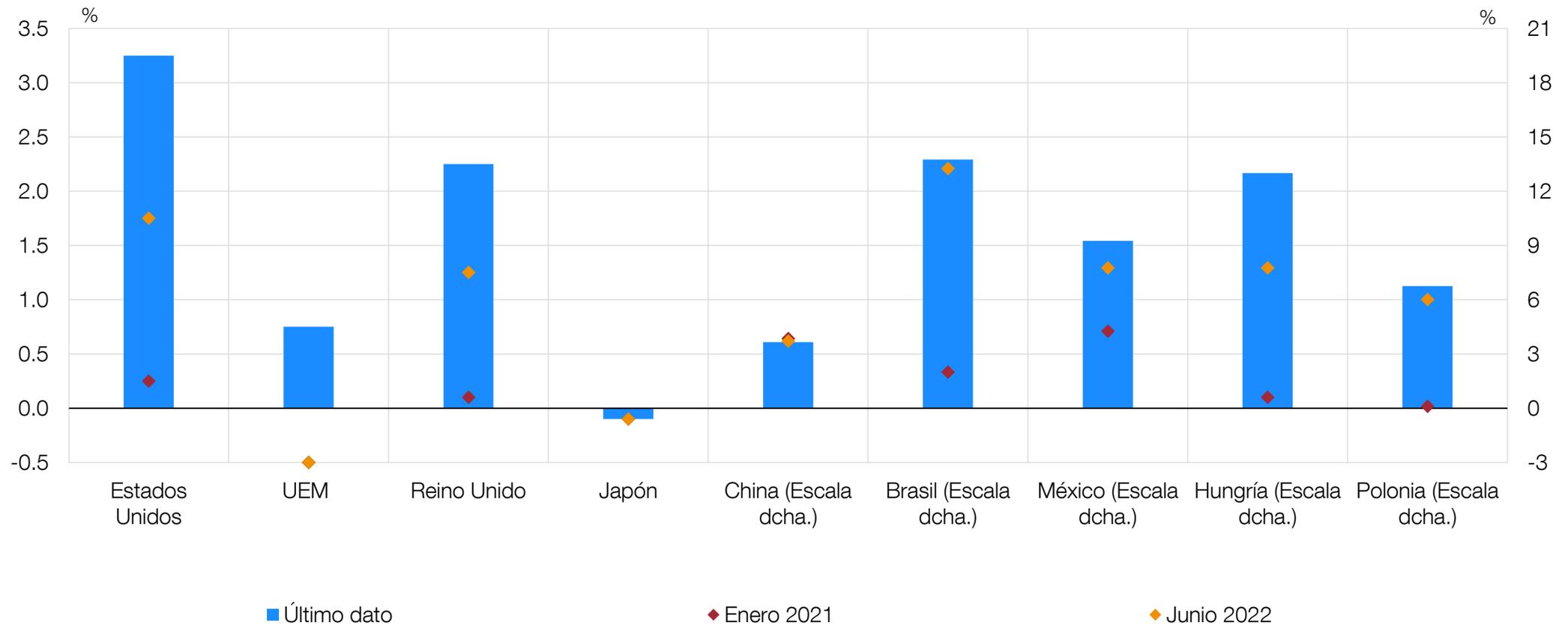
Fuentes: Estadísticas nacionales.

(a) El agregado LATAM-5 incluye Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

(b) El agregado incluye 4 áreas geográficas: China, Asia excluida China, LATAM-5 y Europa del Este.



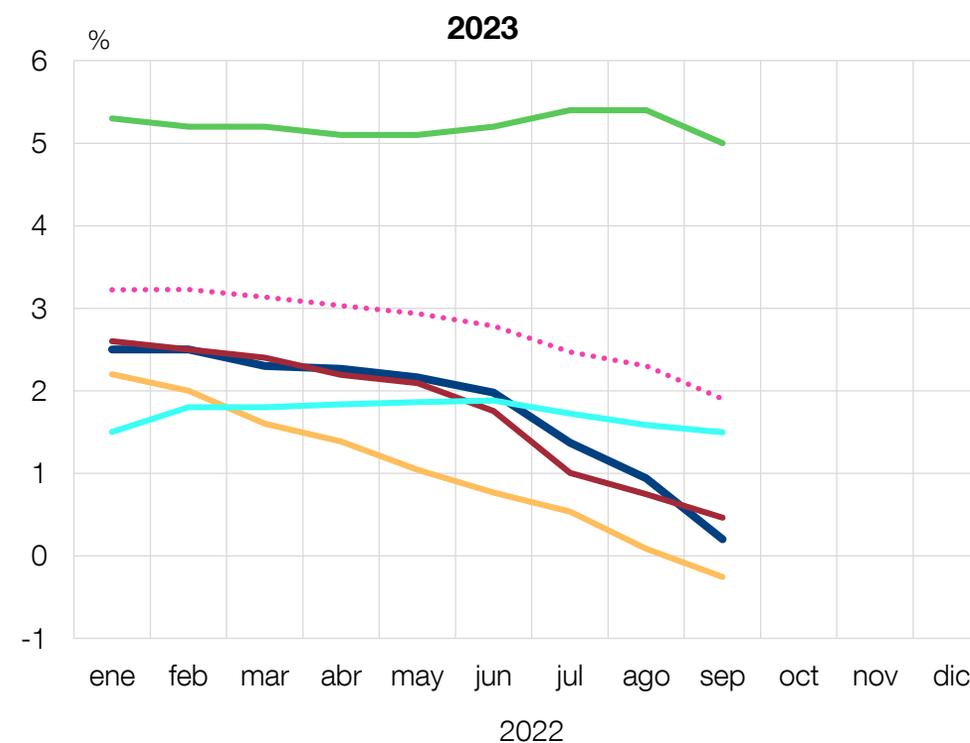
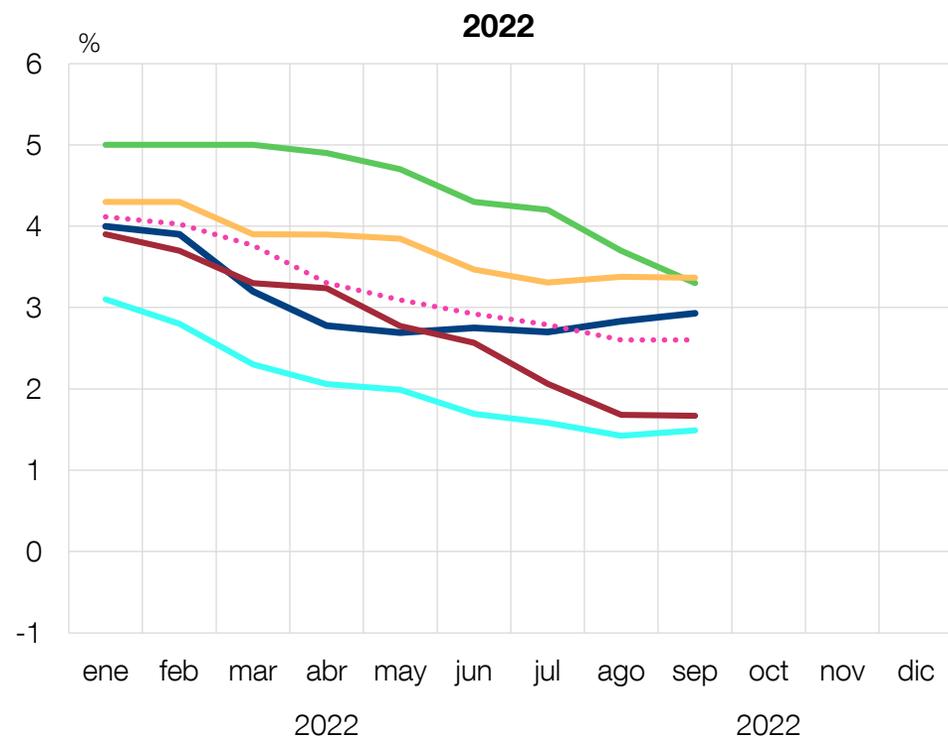
## TIPOS DE INTERÉS OFICIALES



Fuentes: Bancos Centrales Nacionales.



## PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB CONSENSUS FORECAST

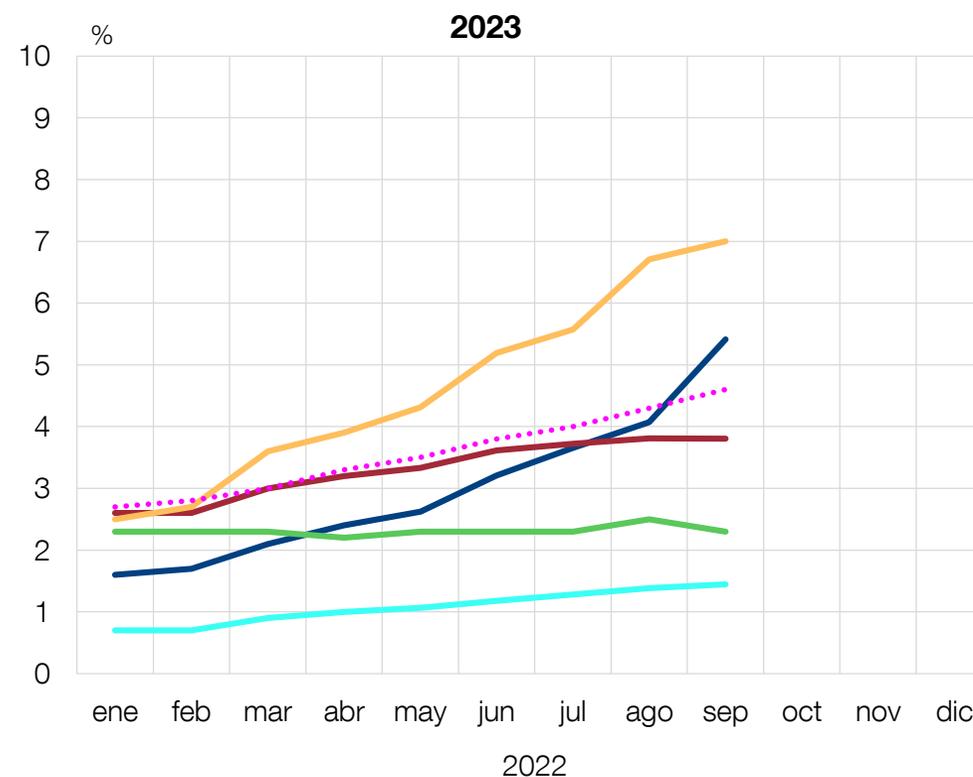
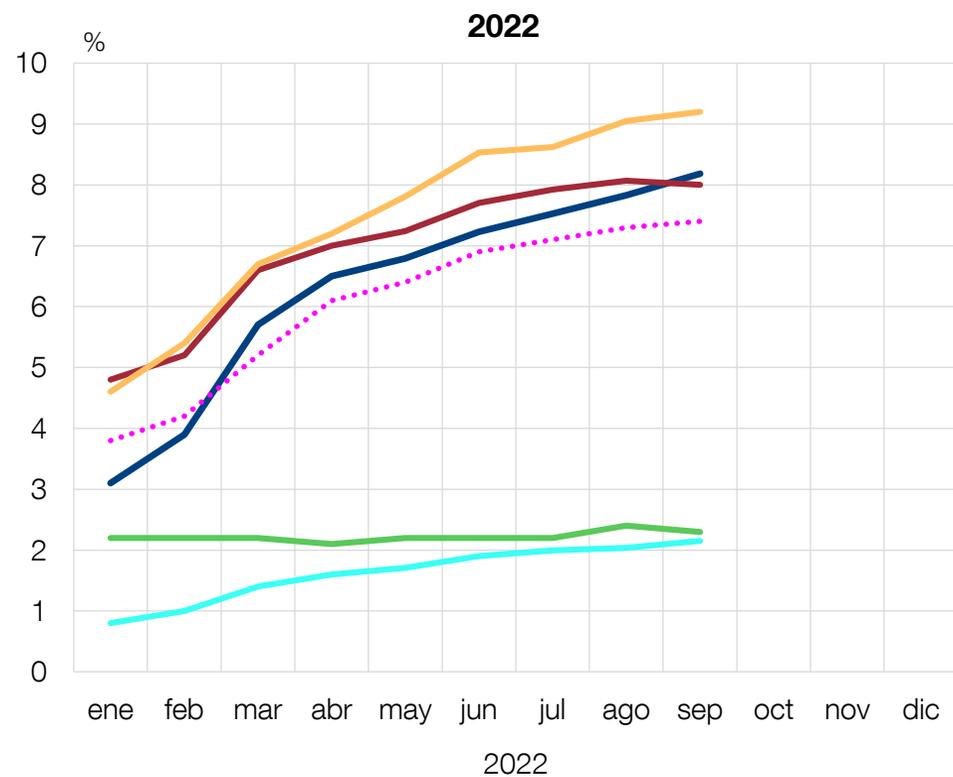


— UEM — EEUU — CHINA — REINO UNIDO — JAPÓN ..... MUNDO

Fuente: Consensus Economics.



## PREVISIONES DE INFLACIÓN CONSENSUS FORECAST



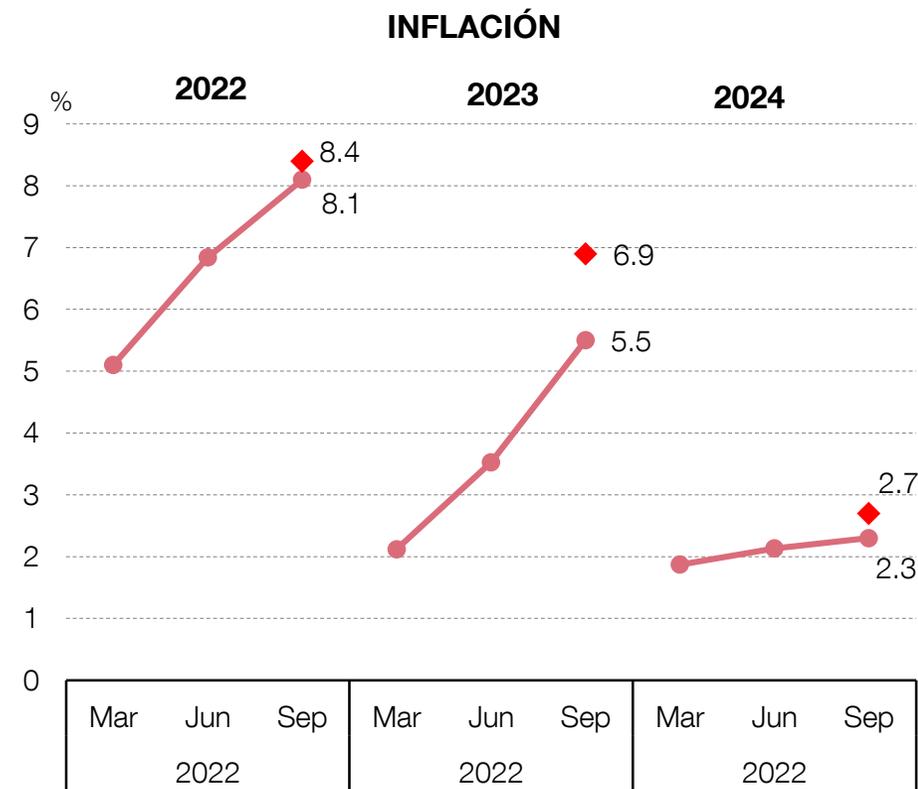
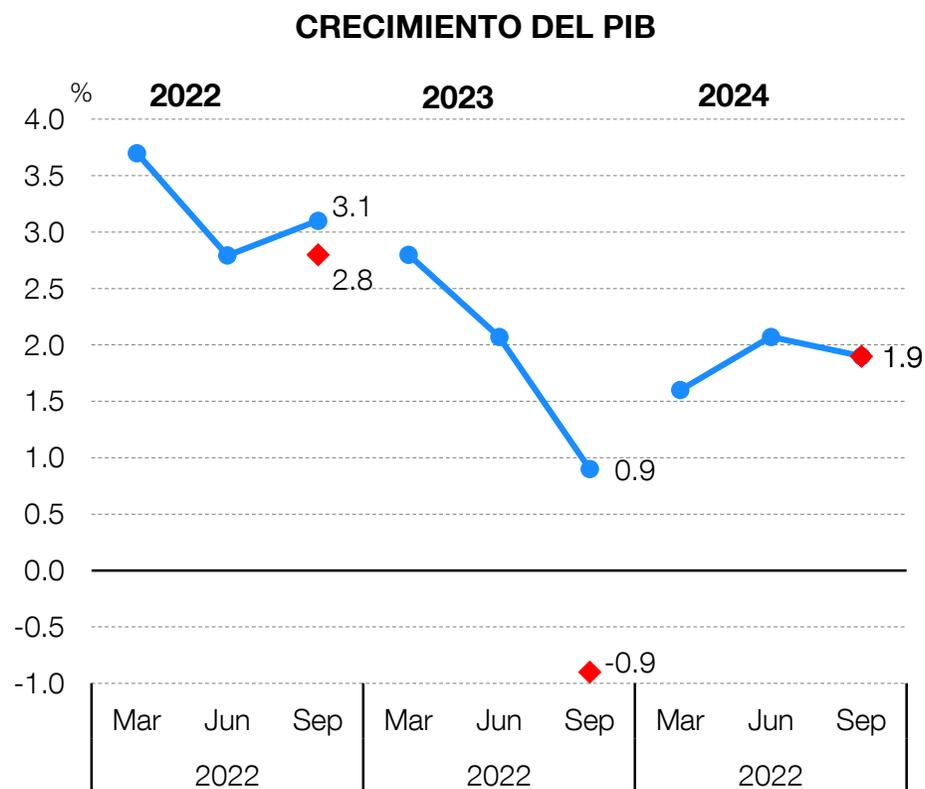
— UEM — EEUU — CHINA — REINO UNIDO — JAPÓN ..... MUNDO

Fuente: Consensus Economics.



# LA UEM ESTÁ PARTICULARMENTE AFECTADA POR LAS REVISIONES EN LAS PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DEL B/MPE PARA EL ÁREA DEL EURO



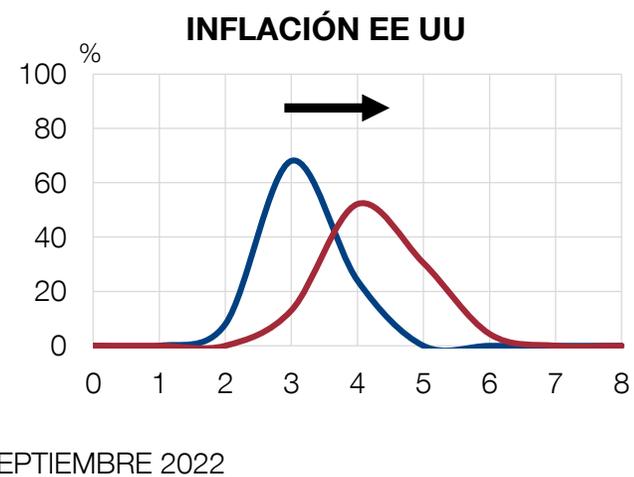
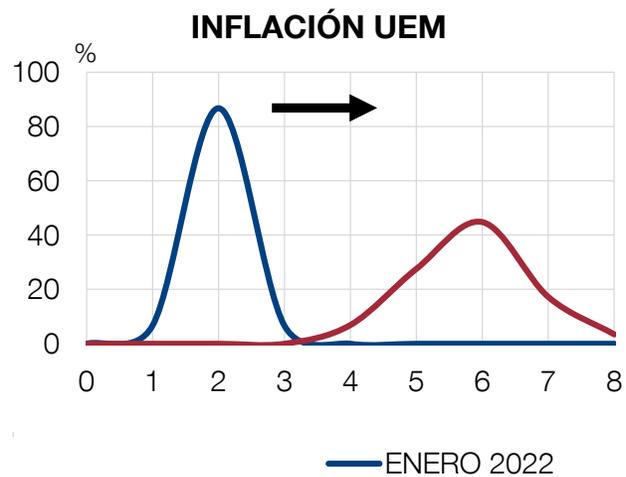
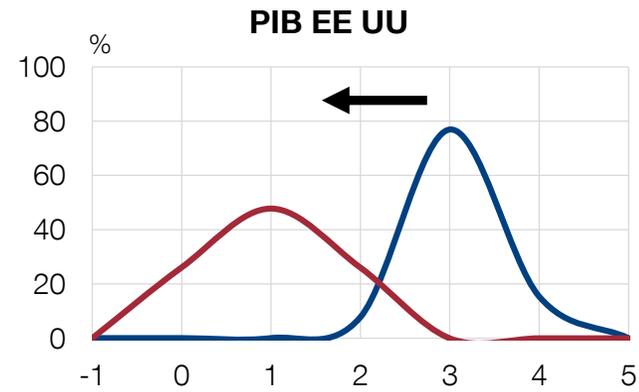
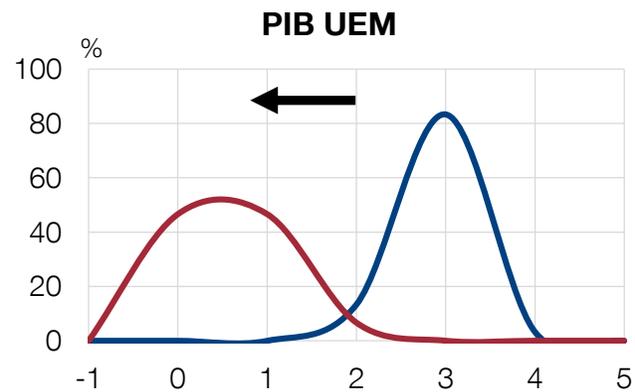
● PIB    ● INFLACIÓN GENERAL    ◆ ESCENARIO ADVERSO

Fuente: Banco Central Europeo.



# CRECE LA DISPERSIÓN DE LAS PREVISIONES ENTRE ANALISTAS

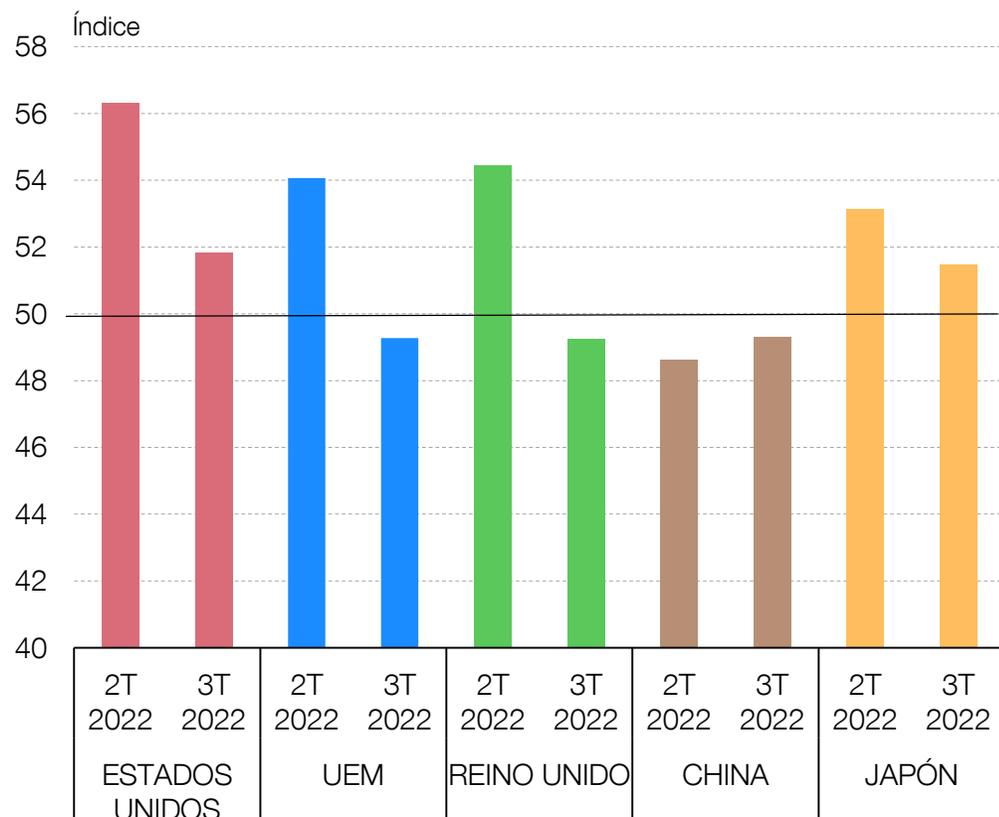
## DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDAD DE LAS PREVISIONES DE CONSENSUS FORECAST PARA 2023



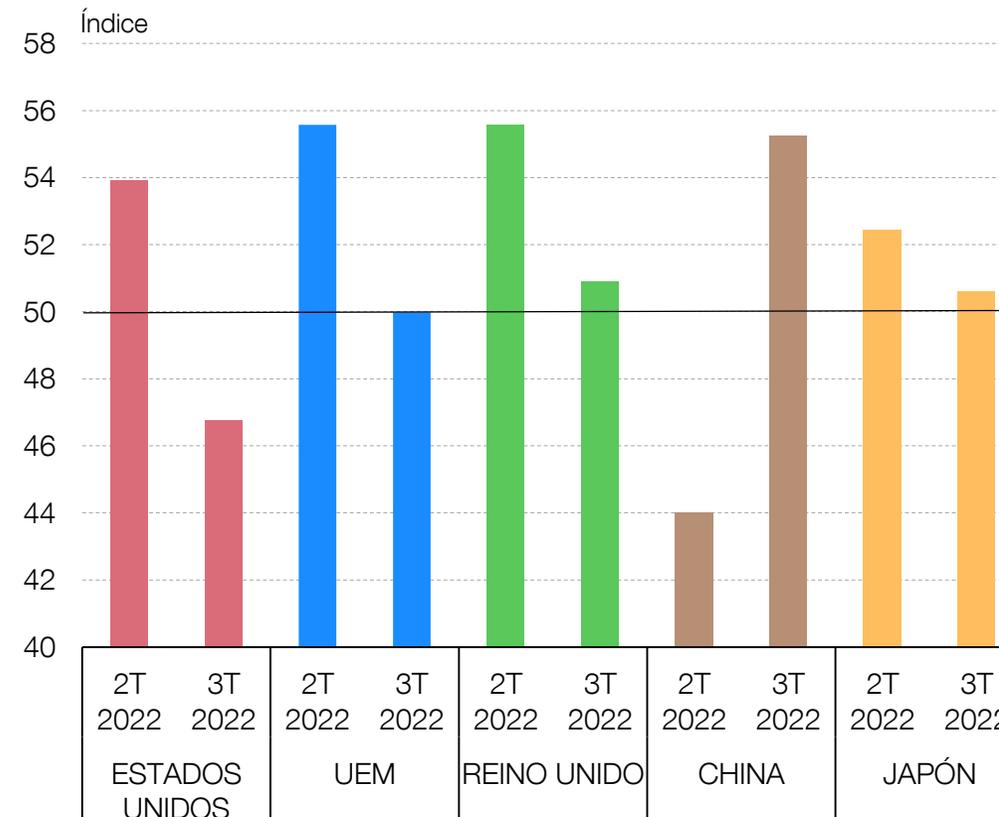
Fuente: Consensus Economics.



## PMI MANUFACTURAS



## PMI SERVICIOS



Fuente: S&P Global.

Nota: El PMI de servicios de China del 3T se refiere a la media de julio y agosto; para el resto de países se utiliza el dato *flash* de septiembre.



## ÍNDICES BURSÁTILES



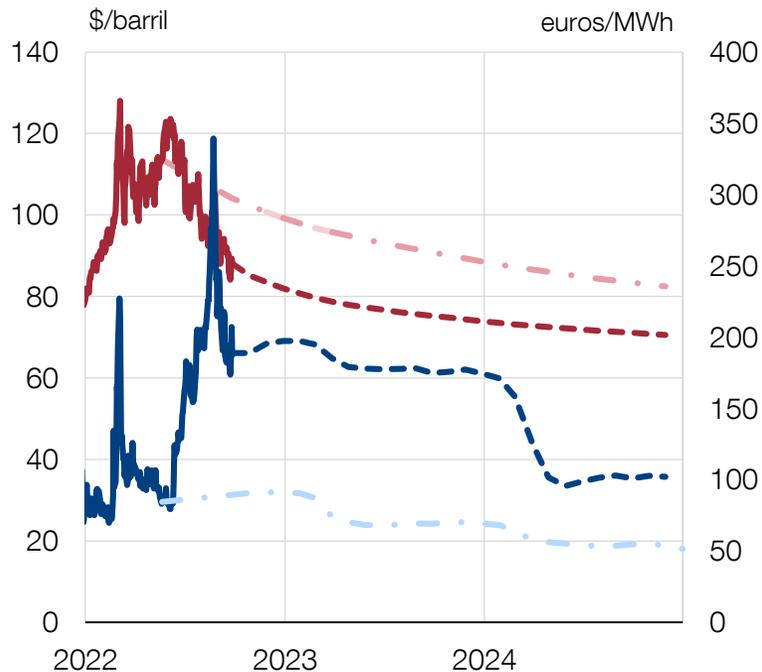
## TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA SOBERANA A 10 AÑOS



Fuente: Refinitiv Datastream.

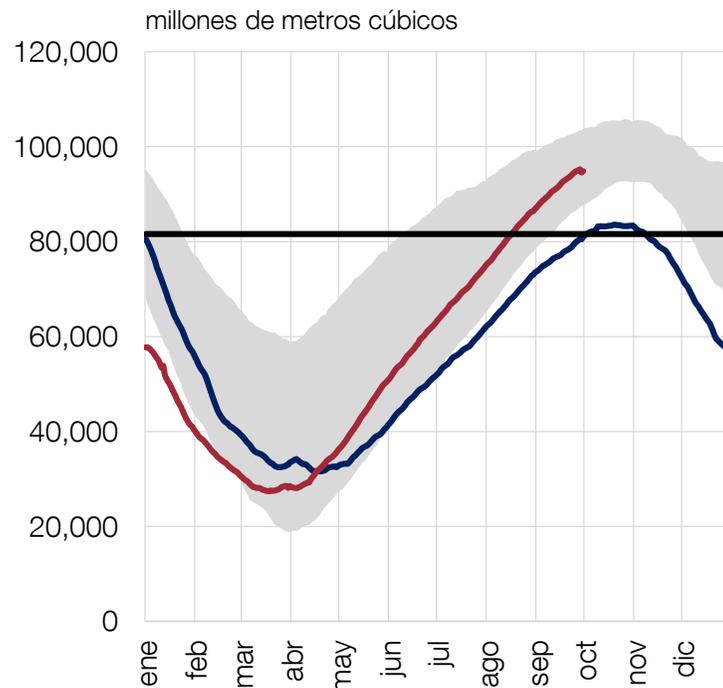


## PRECIO Y FUTUROS DE PETRÓLEO Y GAS NATURAL



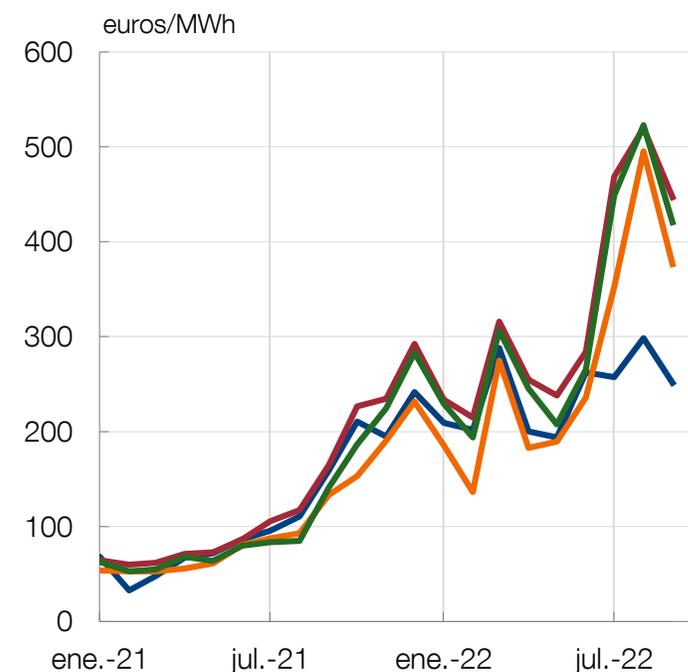
- ÚLTIMOS FUTUROS (30/09)
- . . . FUTUROS CIERRE ÚLTIMO IT (24/05)
- BRENT
- GAS NATURAL (ESC. DERECHA)

## INVENTARIOS DE GAS NATURAL EN EUROPA



- RANGO 2017-2020
- 2021
- 2022
- OBJETIVO CE

## PRECIO DE LA ELECTRICIDAD MERCADO DE GENERACIÓN

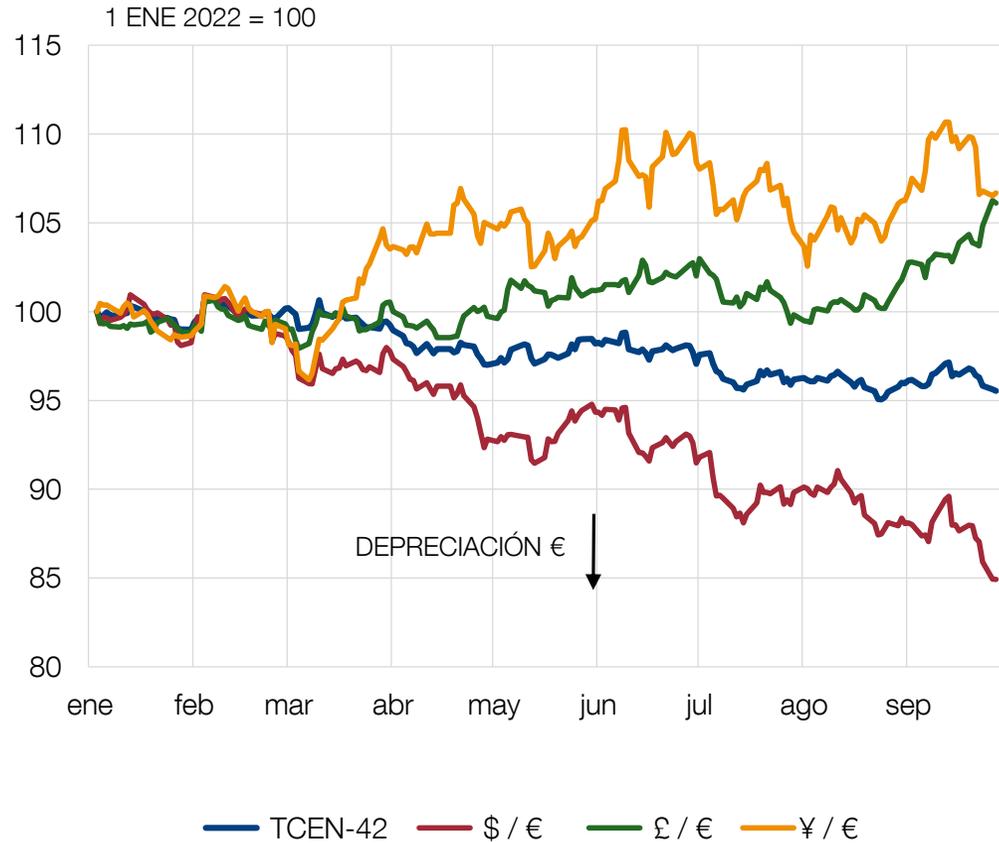


- ESPAÑA (INCL. MECANISMO AJUSTE GAS)
- ITALIA
- ALEMANIA
- FRANCIA

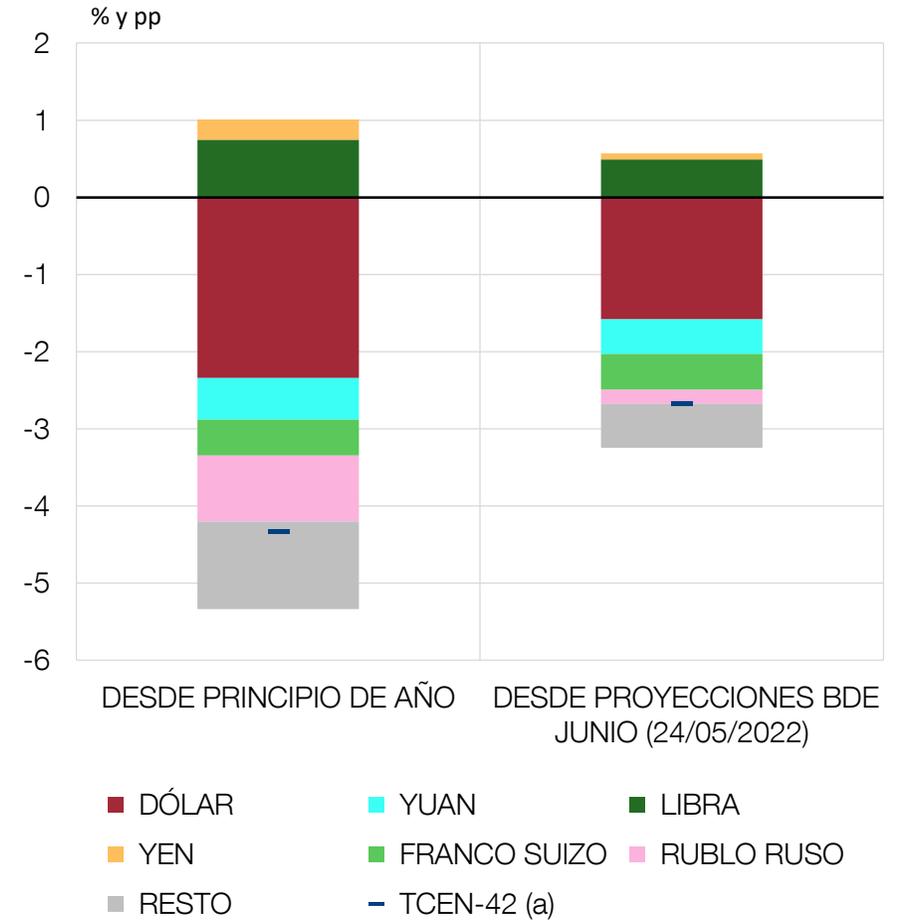
Fuentes: Refinitiv, Agencia Internacional de la Energía, Bloomberg y ENTSOG.



## TIPO DE CAMBIO DEL EURO EN 2022



## TCEN-42 (a)



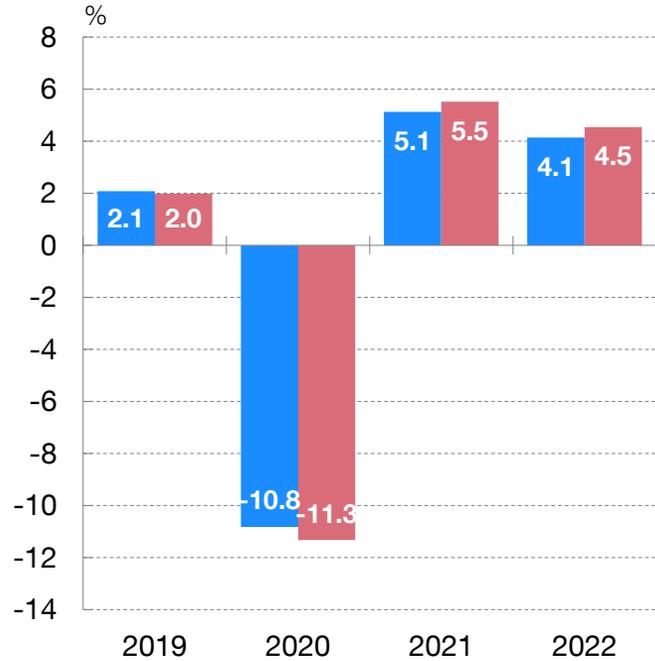
Fuente: Banco Central Europeo. Última observación: 27/09/2022.

(a) Tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a 42 socios comerciales, según la estructura del comercio exterior del área del euro.



# CRECIMIENTO EN 2T MAYOR DEL ESPERADO Y POR ENCIMA DEL DE LA UEM

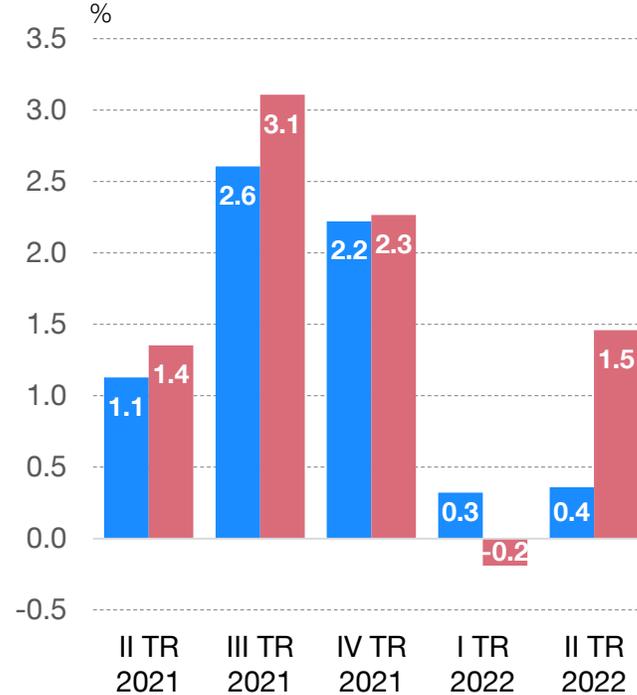
## PIB. CRECIMIENTO ANUAL - ESPAÑA



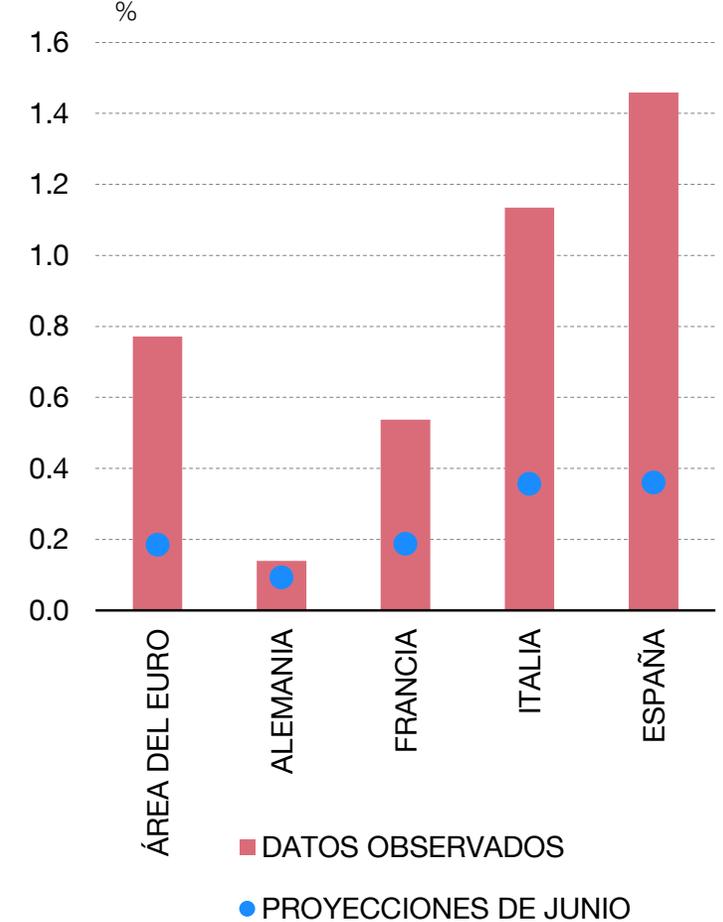
■ IT JUNIO-22

■ CNTR II TR.DATOS REVISADOS

## PIB. CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL - ESPAÑA



## PIB. CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL - UEM



■ DATOS OBSERVADOS

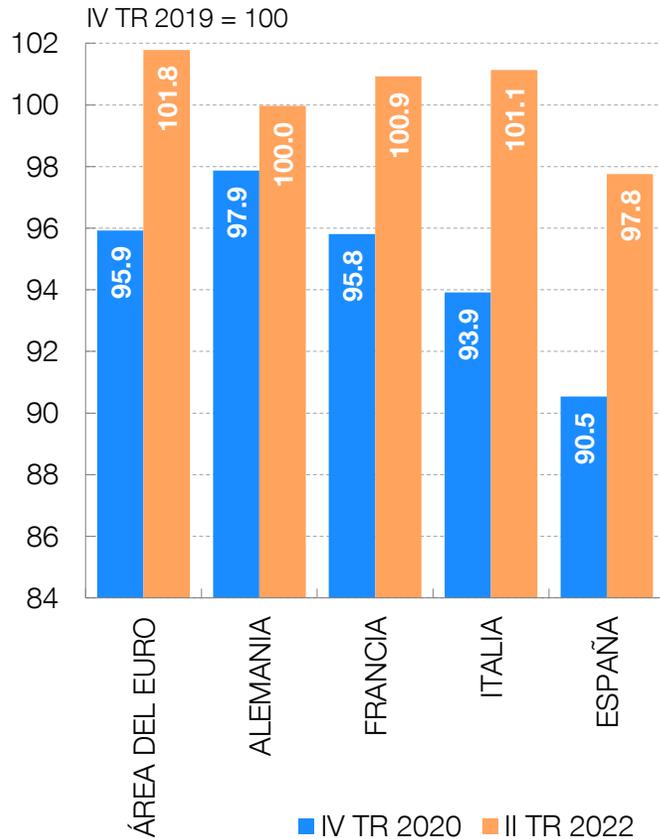
● PROYECCIONES DE JUNIO

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat, Banco Central Europeo y Banco de España.

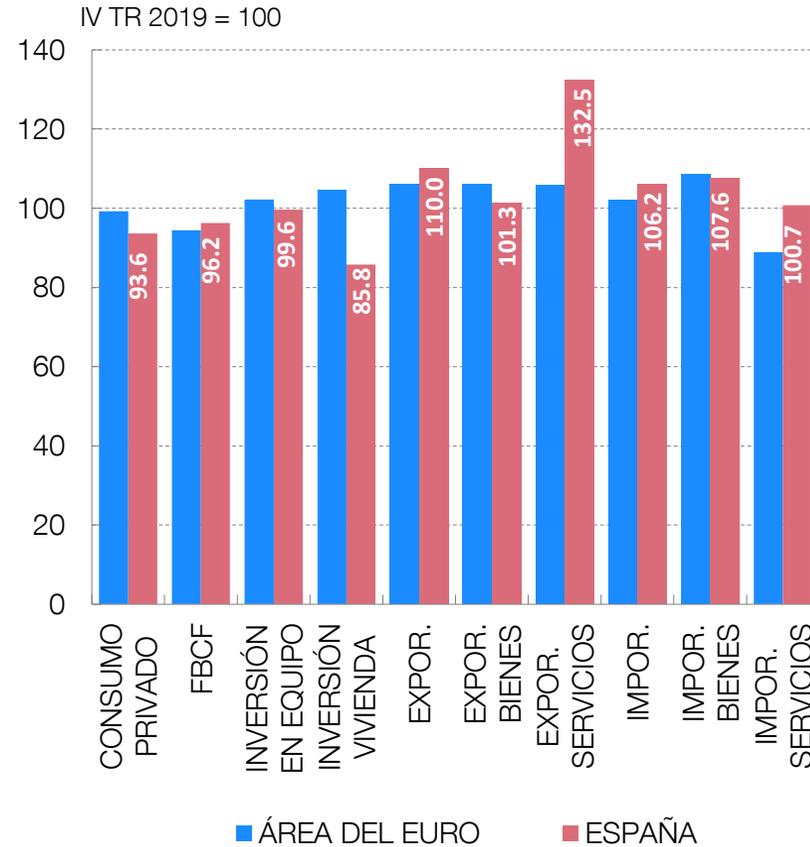


# RECUPERACIÓN AÚN INCOMPLETA Y DESIGUAL POR COMPONENTES DE DEMANDA Y RAMAS

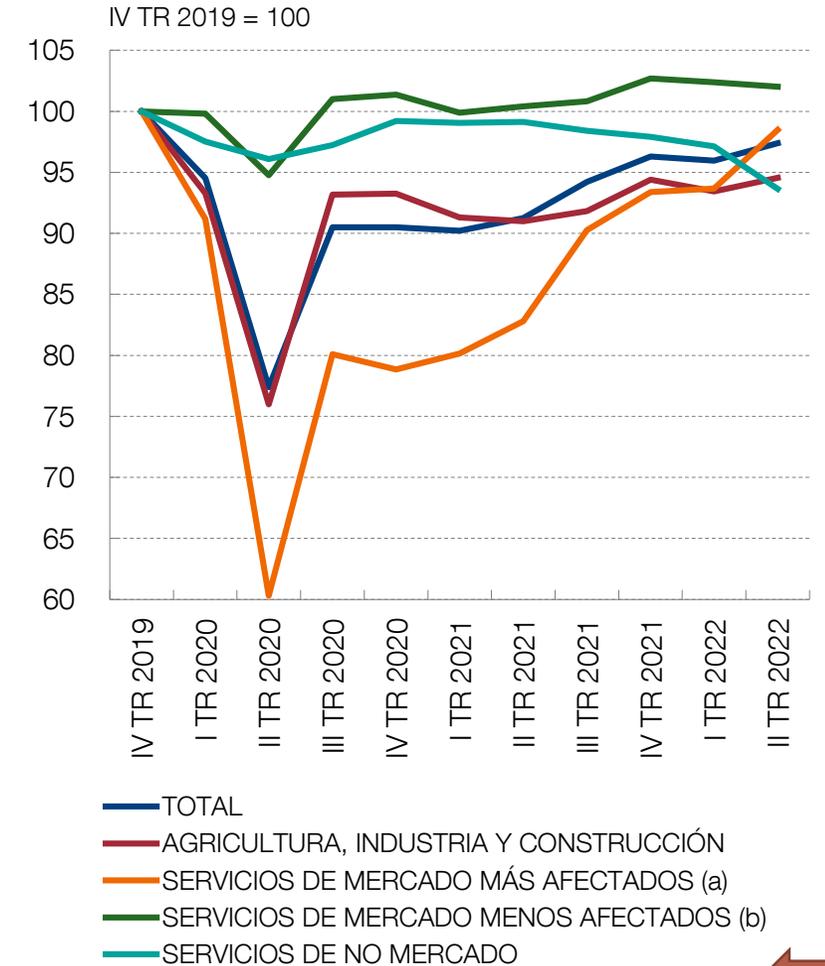
## CONVERGENCIA DEL PIB RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA



## CONVERGENCIA RESPECTO A LOS NIVELES PREPANDEMIA



## EVOLUCIÓN DEL VALOR AÑADIDO BRUTO, POR RAMAS

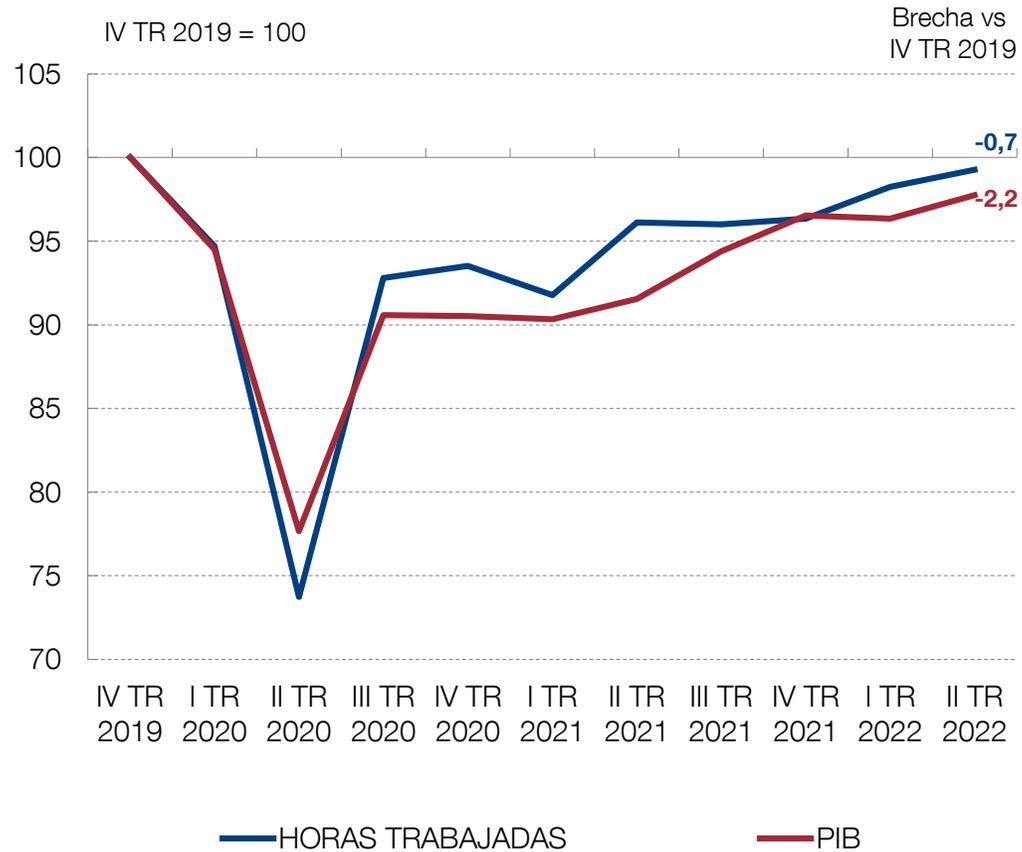


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.

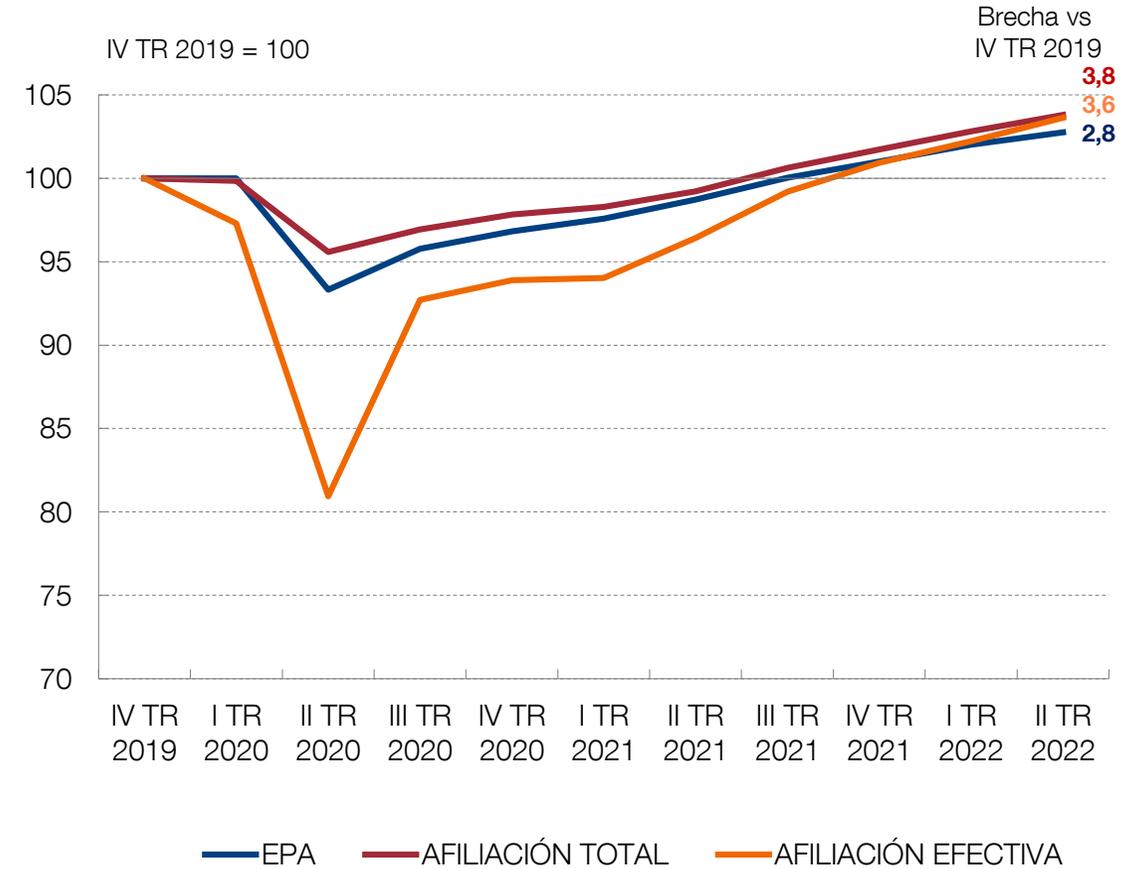
a) Comercio, transporte y hostelería, actividades profesionales, científicas y administrativas, y actividades artísticas y recreativas.

b) Información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y actividades inmobiliarias.

## HORAS TRABAJADAS Y PIB

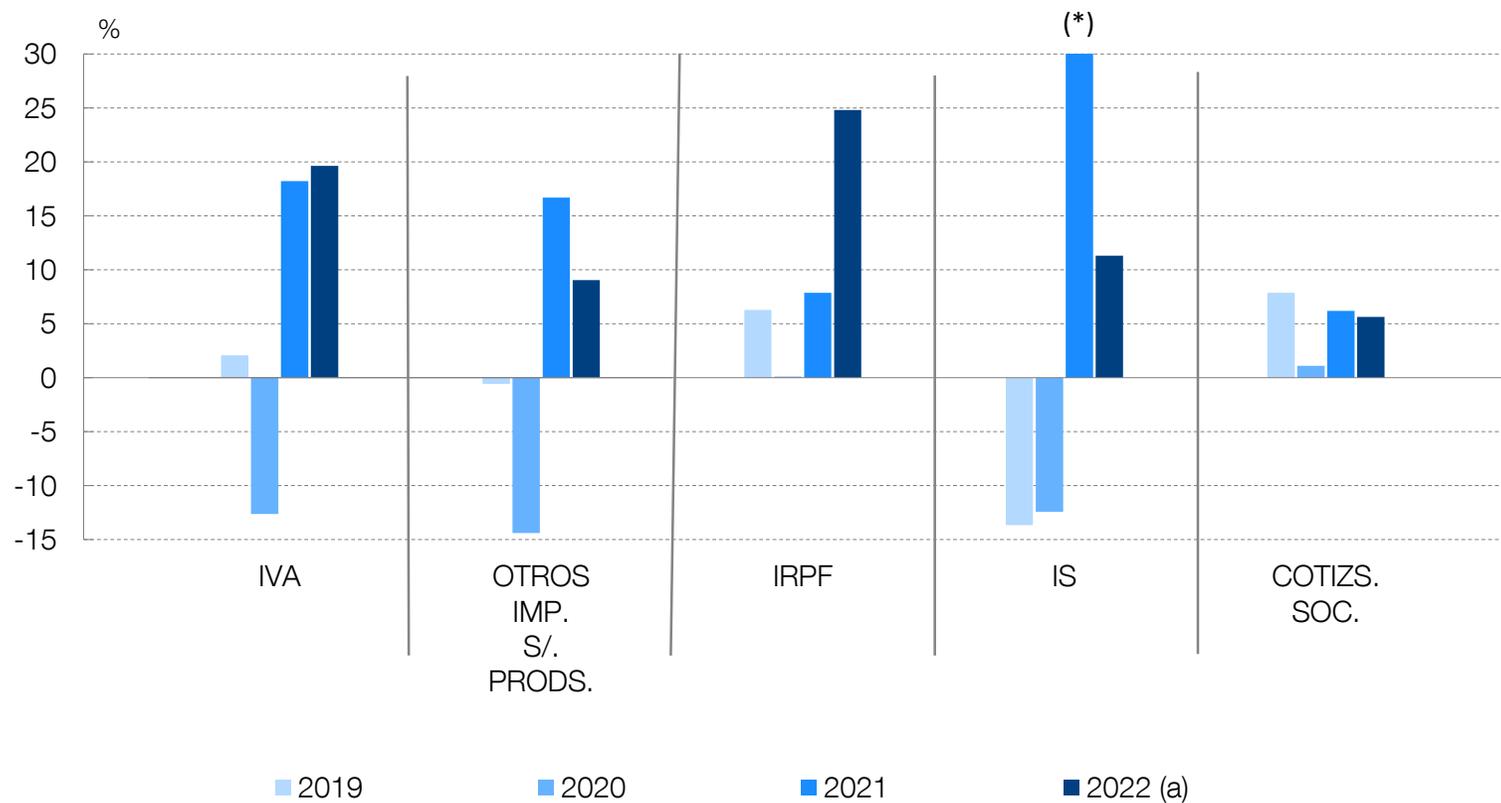


## EMPLEO (PERSONAS)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Banco de España. Última observación: segundo trimestre de 2022.

## VARIACIÓN ANUAL DE LOS INGRESOS PÚBLICOS



Fuente: IGAE (Contabilidad Nacional).

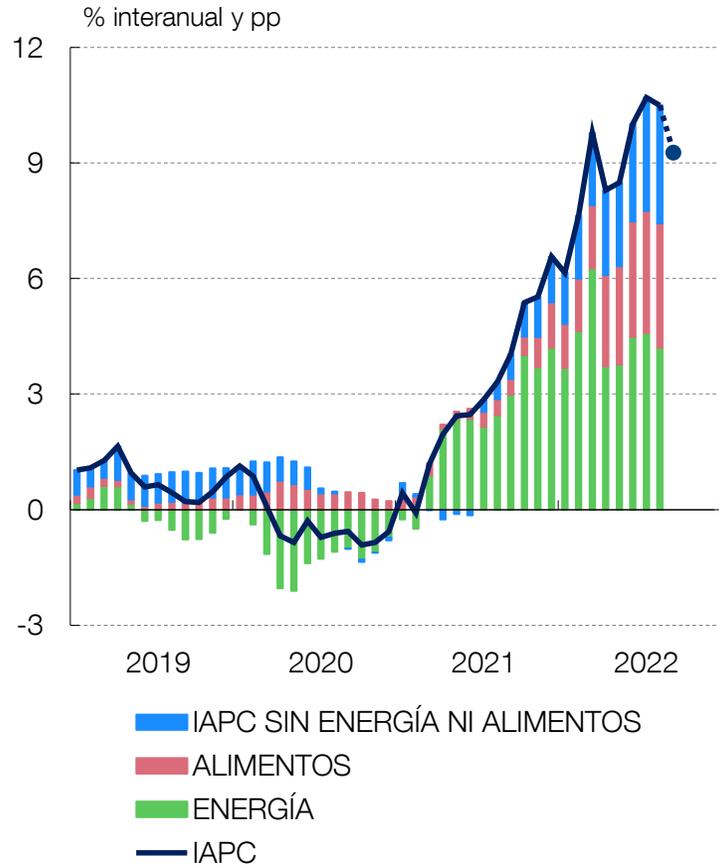
(a) Variación anual de enero a julio de 2022 respecto al mismo periodo de 2021.

(\*) Crecimiento del IS en 2021 del 46,8% no mostrado en el gráfico (10 pp de este incremento se explican por ingresos extraordinarios relacionados con operaciones societarias).

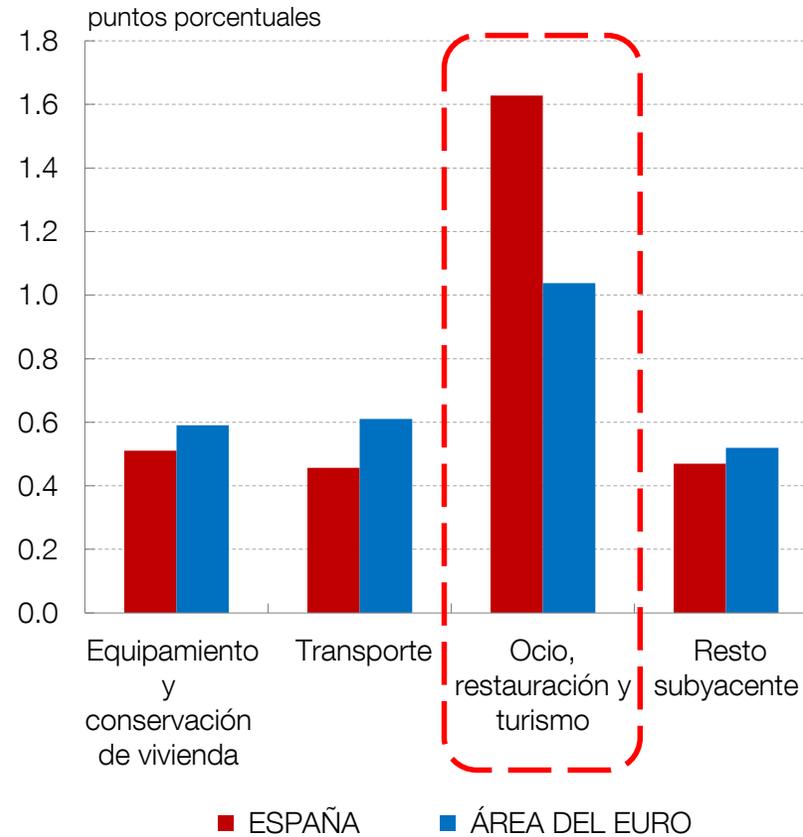


# INFLACIÓN MUY ELEVADA Y GENERALIZADA

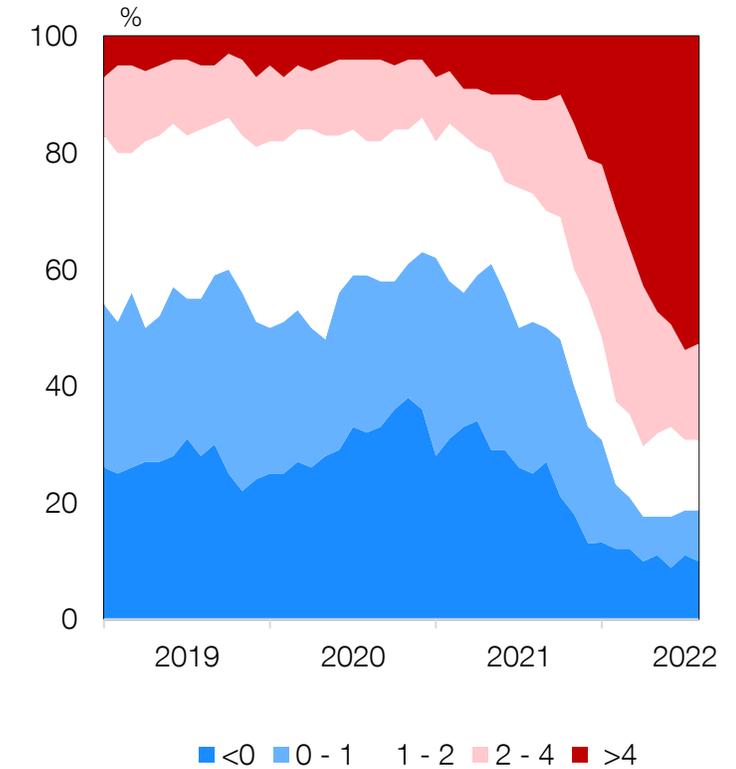
## IAPC GENERAL. CONTRIBUCIONES



## CONTRIBUCIÓN A LA INFLACIÓN GENERAL AGOSTO 2022



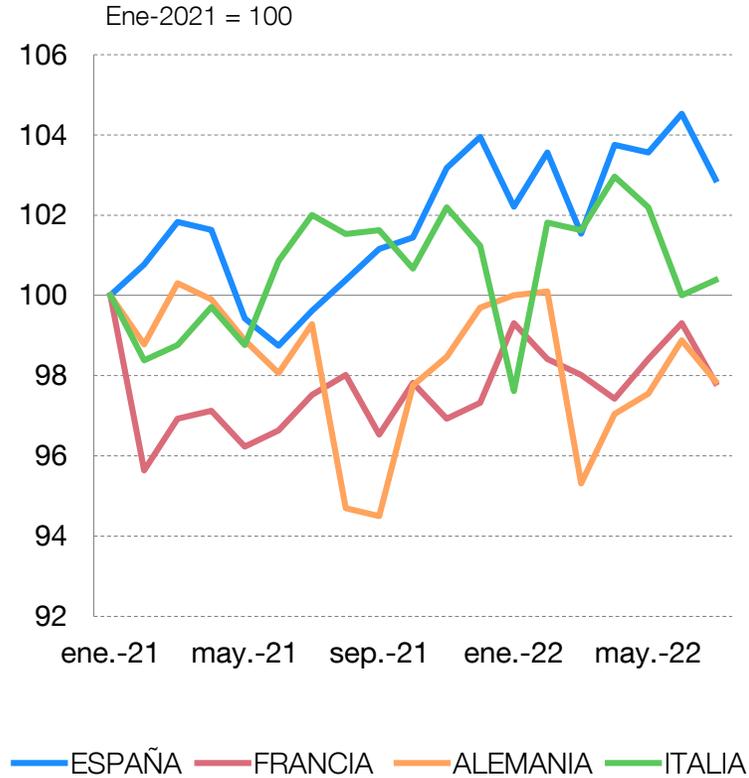
## PORCENTAJE DE CLASES DEL IAPC EN CADA RANGO DE CRECIMIENTO



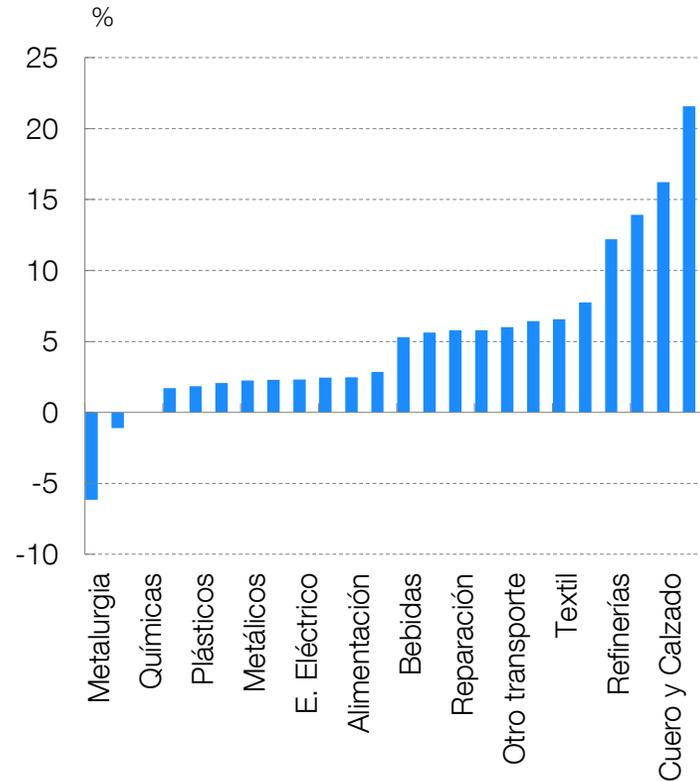
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España.



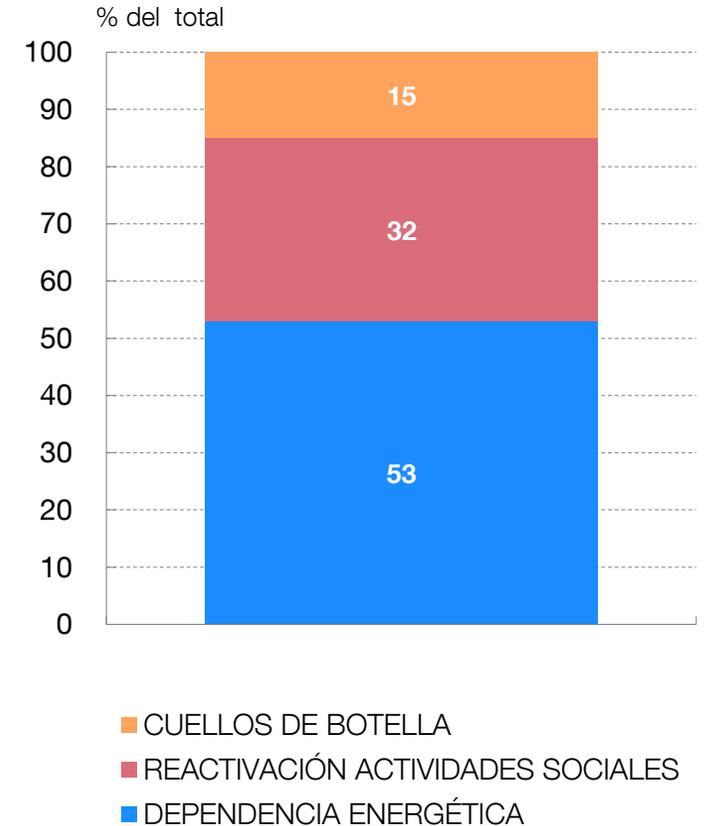
## ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI) DE LAS MANUFACTURAS



## VARIACIÓN MEDIA ANUAL DEL IPI EN 2022 POR RAMAS EN ESPAÑA



## DESCOMPOSICIÓN DE LOS FACTORES EXPLICATIVOS DE LA HETEROGENEIDAD DEL IPI EN 2022



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat y Banco de España. Último dato disponible: julio de 2022.

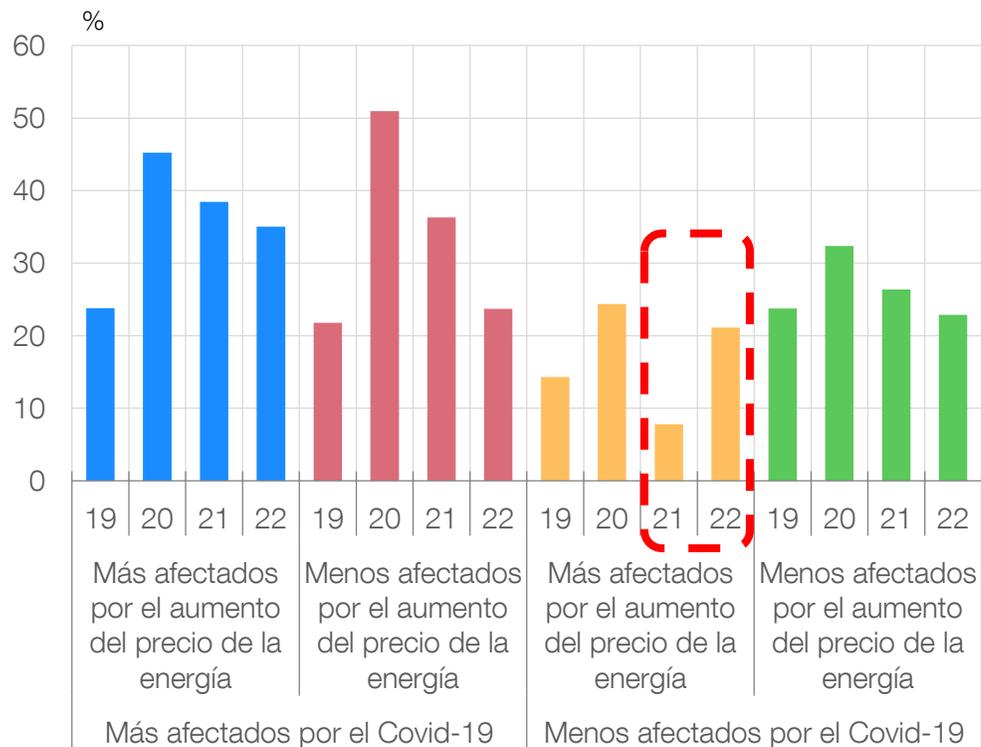
[LA EVOLUCIÓN RECIENTE DEL SECTOR MANUFACTURERO EN ESPAÑA](#). Boletín Económico 3/2022. Informe trimestral de la economía española.



# LA VULNERABILIDAD EMPRESARIAL DISMINUYE, SALVO EN ALGUNAS RAMAS

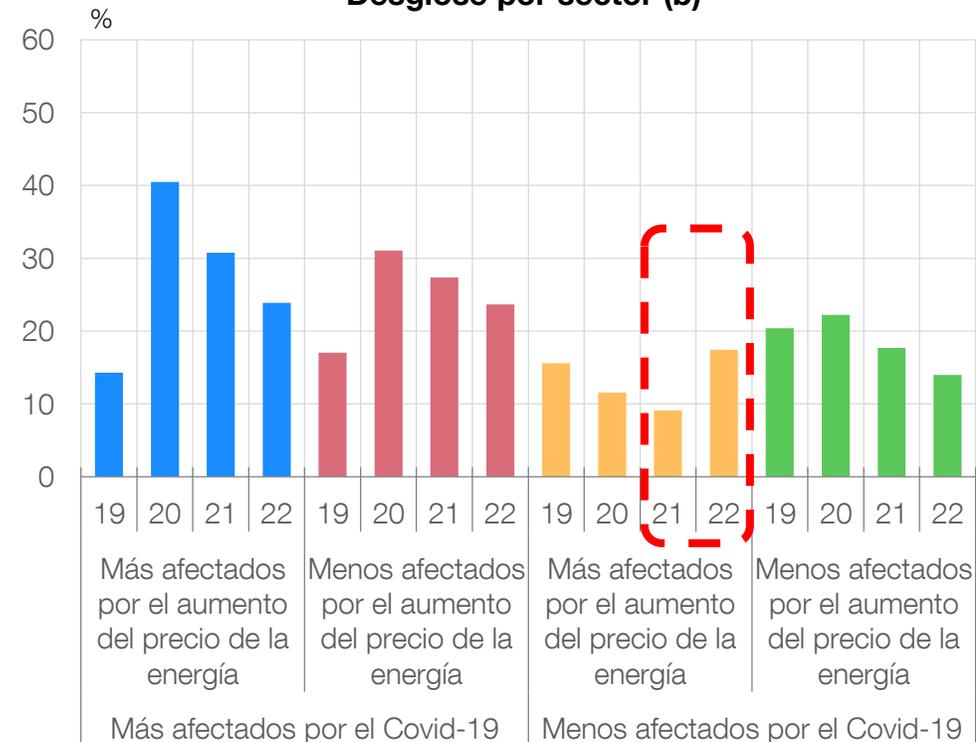
## PORCENTAJE DE EMPRESAS CON RENTABILIDAD DEL ACTIVO NEGATIVA. PRIMER SEMESTRE.

Desglose por sector (a)



## PORCENTAJE DE EMPRESAS VULNERABLES SEGÚN LA RATIO DEUDA NETA / (RESULTADO ECONÓMICO BRUTO + INGRESOS FINANCIEROS). PRIMER SEMESTRE.

Desglose por sector (b)



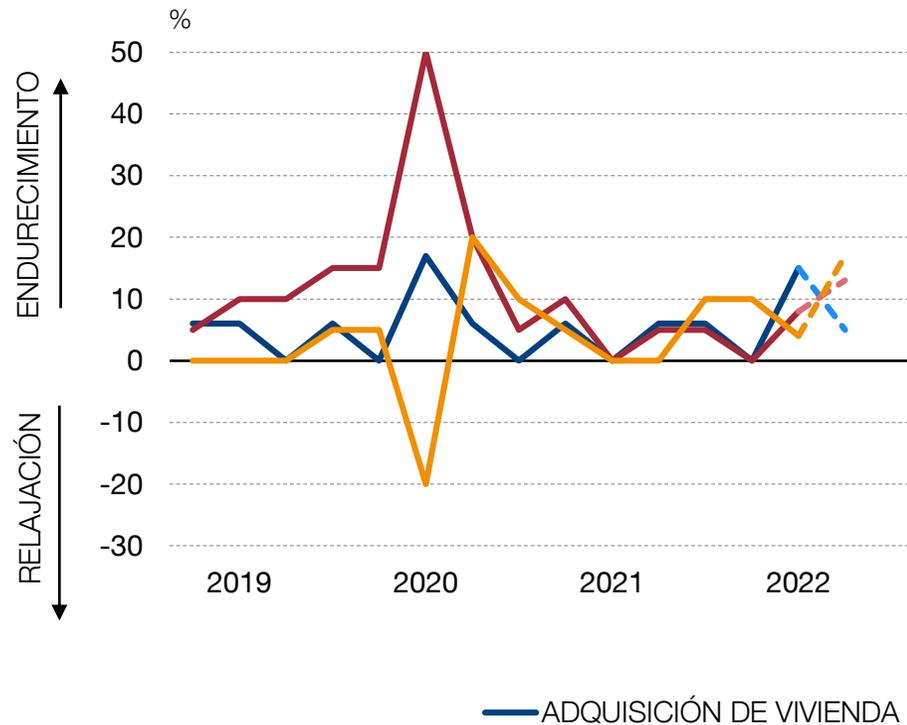
Fuente: Banco de España.

a) Se definen como sectores más afectados por la crisis del COVID aquellos en los que las ventas, en 2020, han caído más de un 15%. Los sectores más afectados por el aumento del precio de la energía incluyen los sectores de transporte, minería, metales básicos, productos químicos y minerales no metálicos, plástico y pesca.

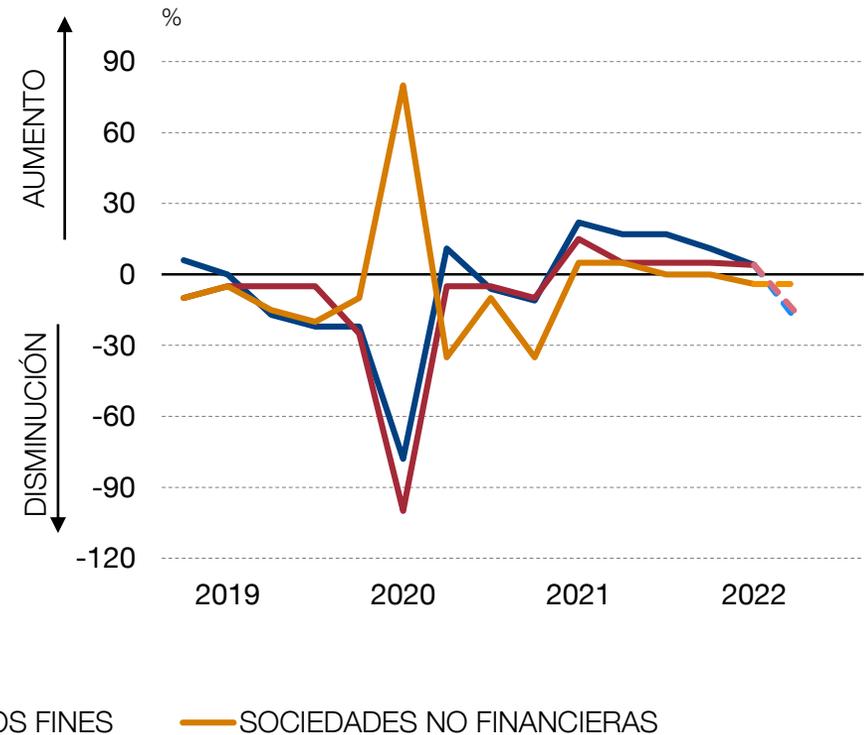
b) Se definen como empresas más vulnerables aquellas en las que la ratio Deuda financiera neta / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros) es mayor que 10 o con deuda financiera neta positiva y resultados nulos o negativos.

# SE ENDURECEN LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE CRÉDITOS

EPB: CAMBIO EN LOS CRITERIOS DE CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS (a)



EPB: CAMBIO EN LA DEMANDA DE PRÉSTAMOS (b)



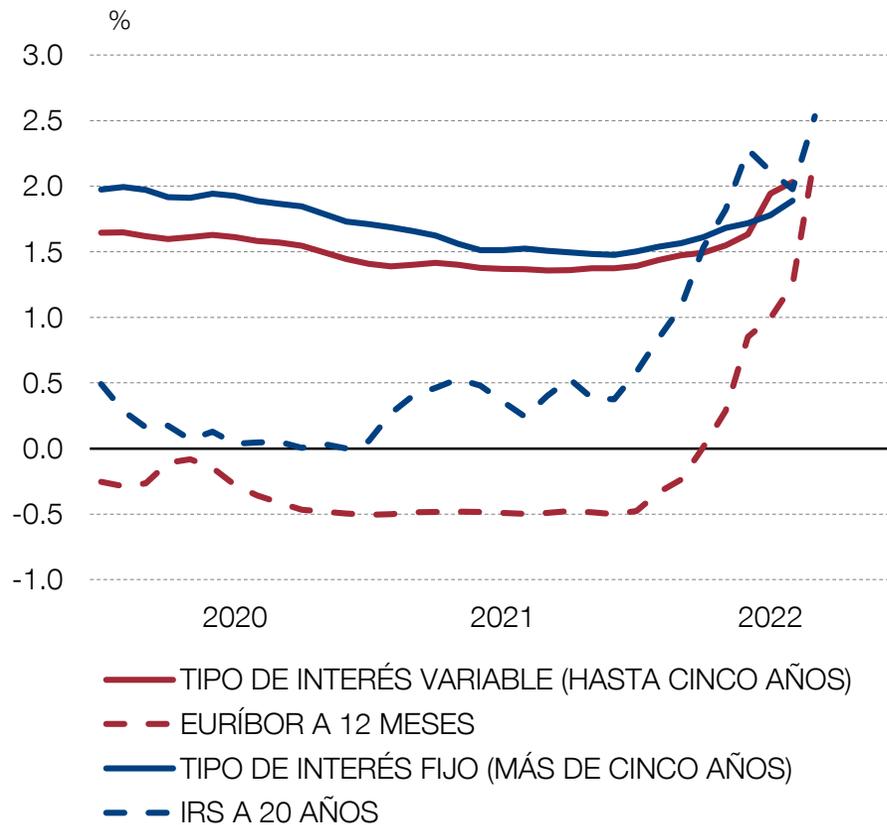
Fuente: Banco de España. Última observación: II TR 2022. La línea discontinua recoge las previsiones para III TR 2022.

a) Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente  $\times 1$  + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1$ .

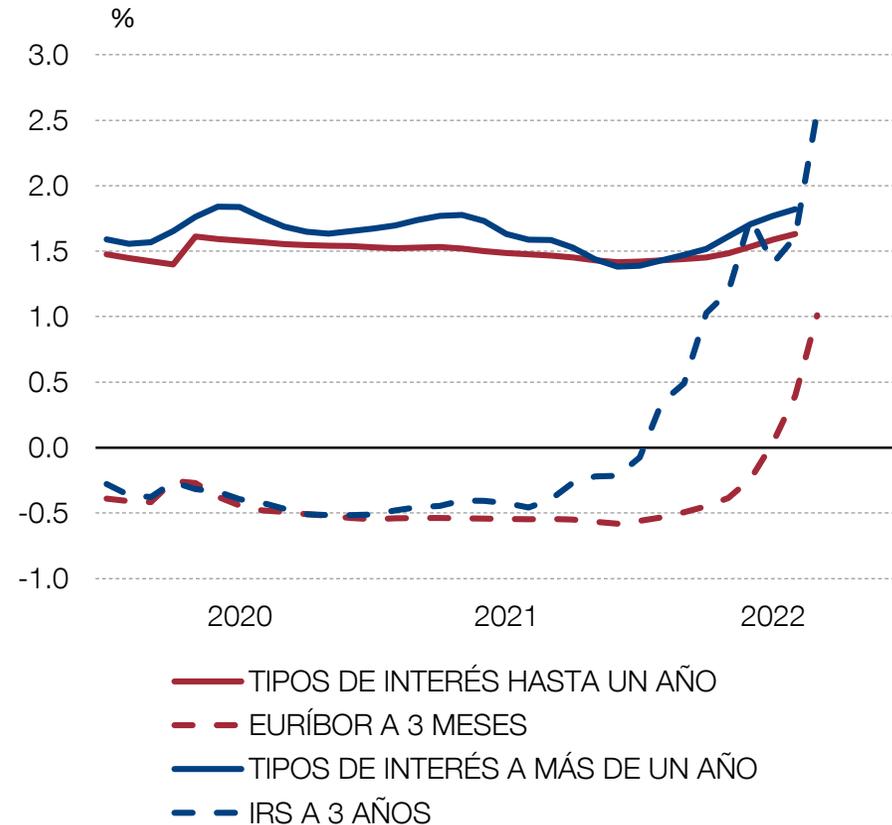
b) Indicador = porcentaje de entidades que señalan un aumento considerable  $\times 1$  + porcentaje de entidades que señalan un cierto aumento  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que señalan un cierto descenso  $\times 1/2$  - porcentaje de entidades que señalan un descenso considerable  $\times 1$ .

# LOS COSTES DE FINANCIACIÓN BANCARIA EMPIEZAN A ELEVARSE

## PRÉSTAMOS PARA LA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA

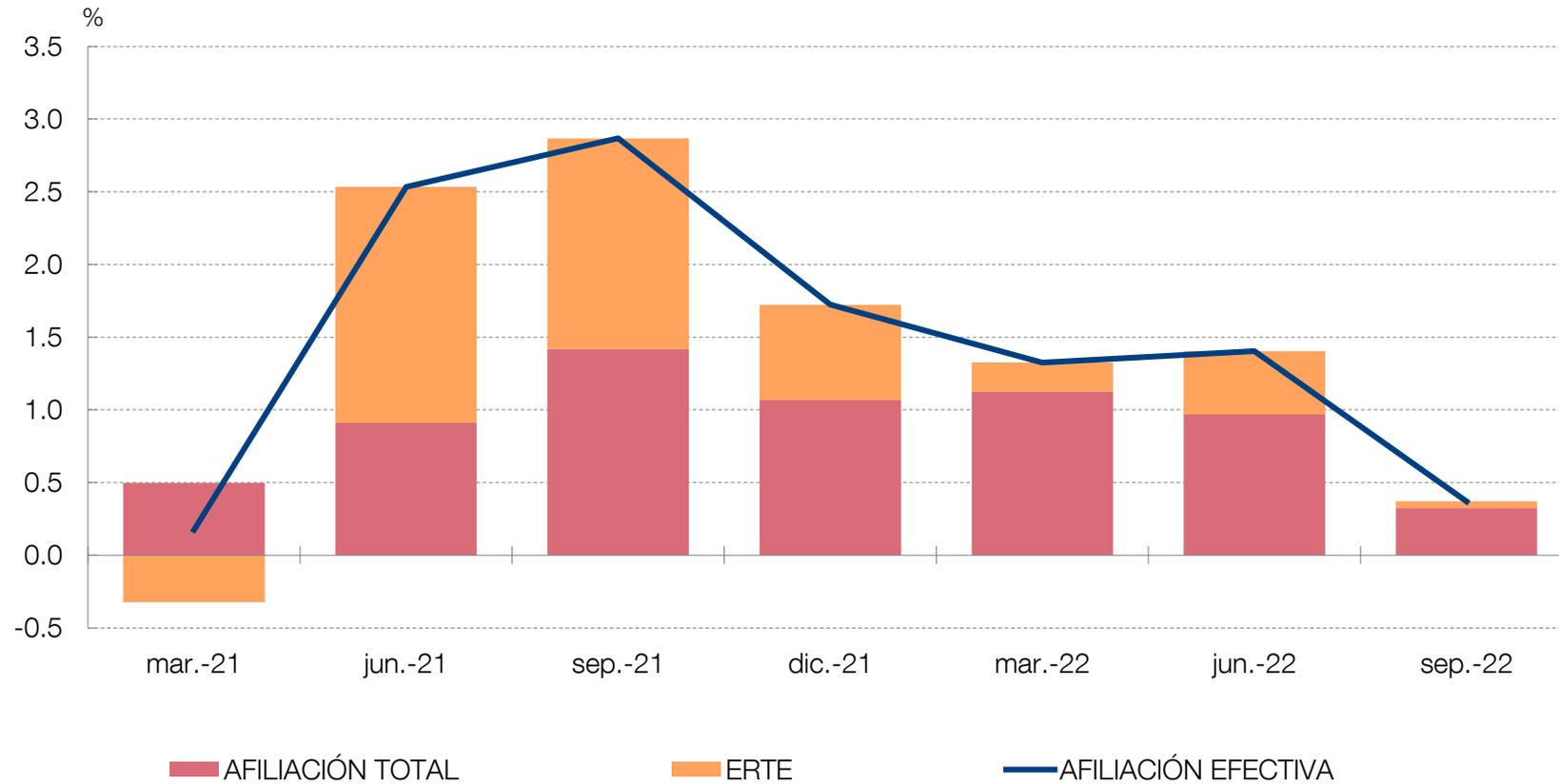


## PRÉSTAMOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Fuentes: Banco de España y Refinitiv Datastream. Última observación: agosto (tipo de interés bancario) y septiembre (tipo de interés de referencia).

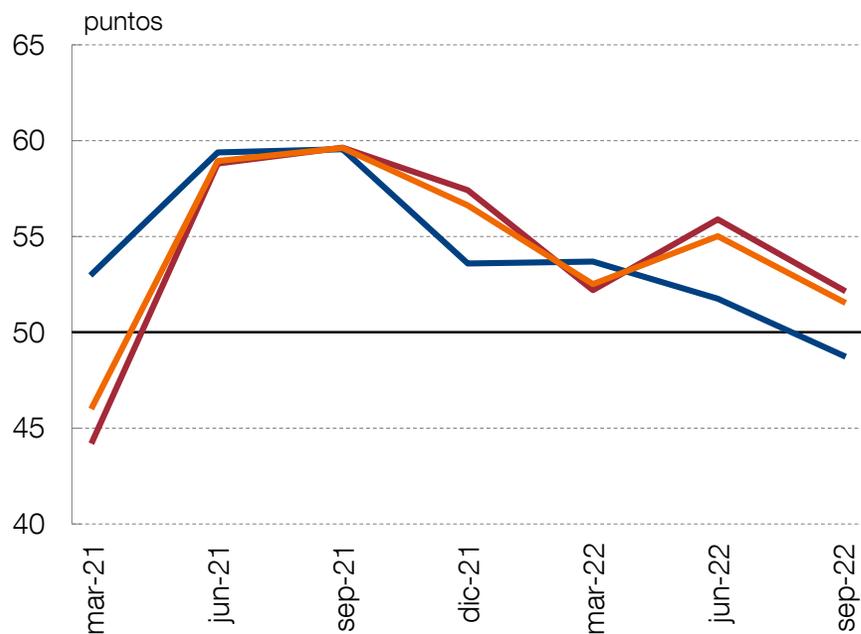
## AFILIACIÓN TOTAL, ERTE Y AFILIACIÓN EFECTIVA Tasas intertrimestrales sobre series desestacionalizadas



Fuentes: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y Banco de España.

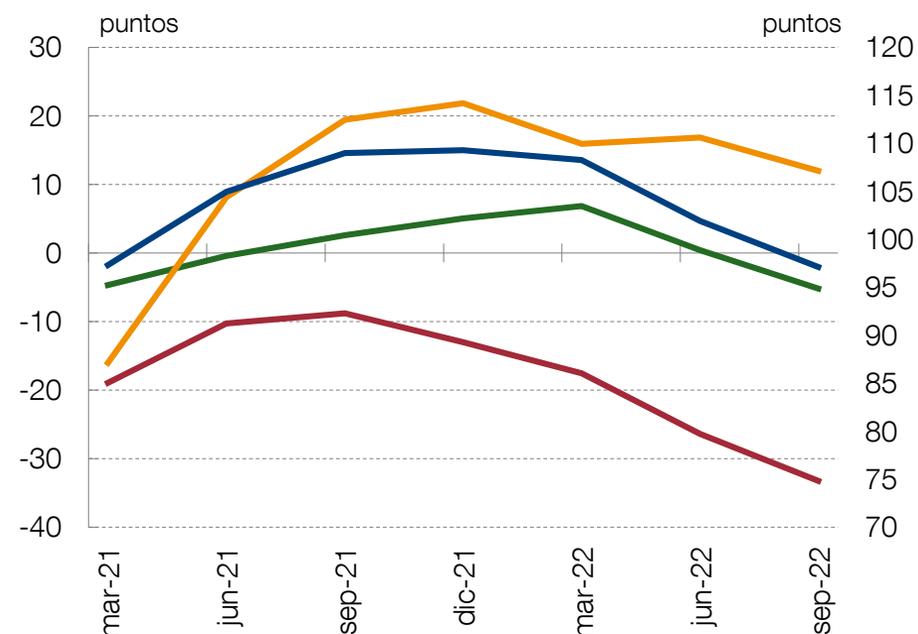


## ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (a)



- PMI PRODUCCIÓN. MANUFACTURAS
- PMI ACTIVIDAD. SERVICIOS
- PMI COMPUESTO

## INDICADORES DE CONFIANZA (a)



- CONSUMIDORES
- INDUSTRIA
- SERVICIOS
- INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO (eje dcho.)

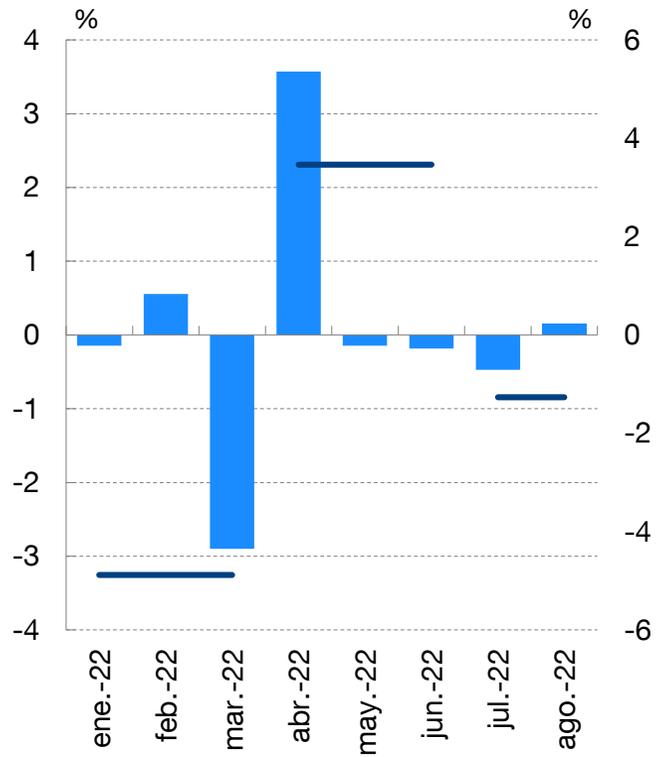
Fuentes: S&P Global y Comisión Europea.

a) Se representan medias trimestrales con los datos disponibles del período: promedio julio-agosto para el PMI de servicios y trimestre completo para el resto.

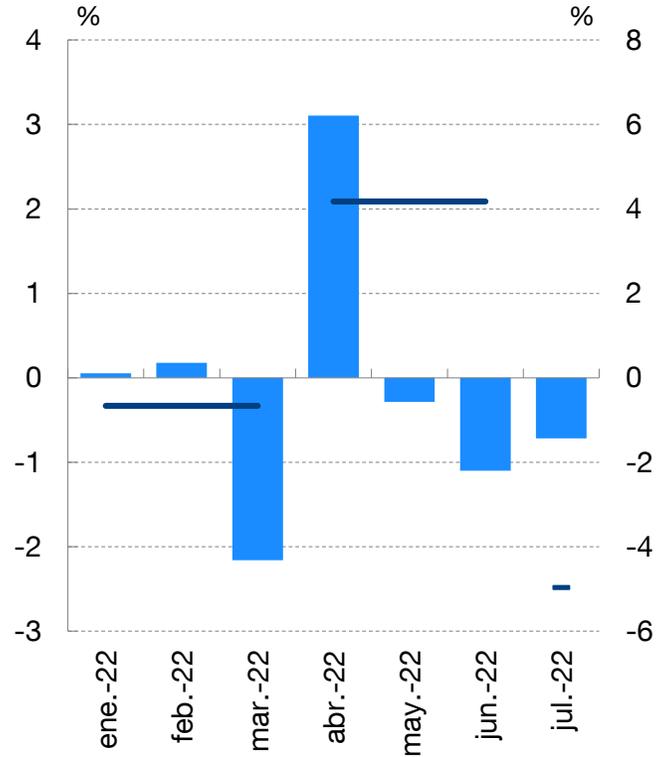


# DEBILIDAD, TAMBIÉN, EN OTROS INDICADORES DE CONSUMO Y ACTIVIDAD

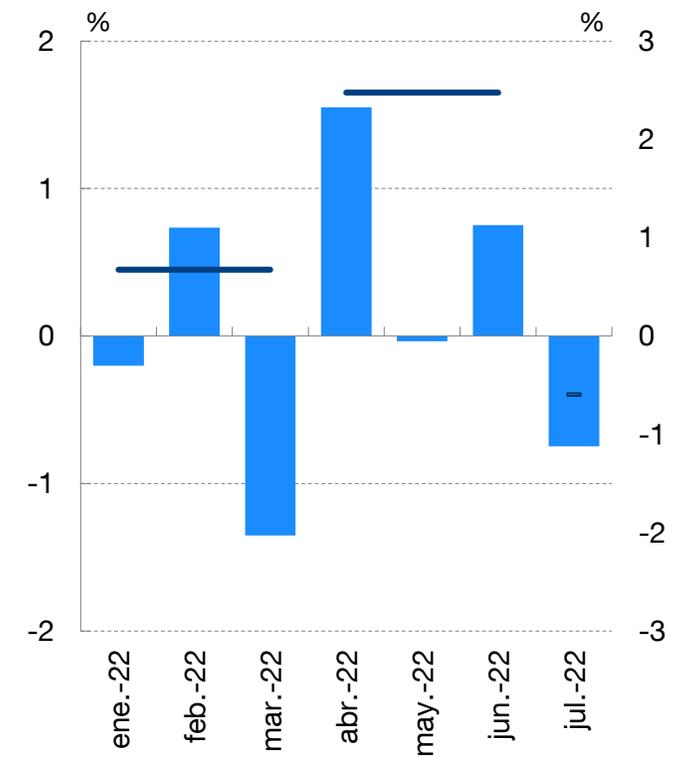
## ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR



## VENTAS DE GRANDES EMPRESAS (AT)



## ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



■ Tasa mensual (Eje dcho.)

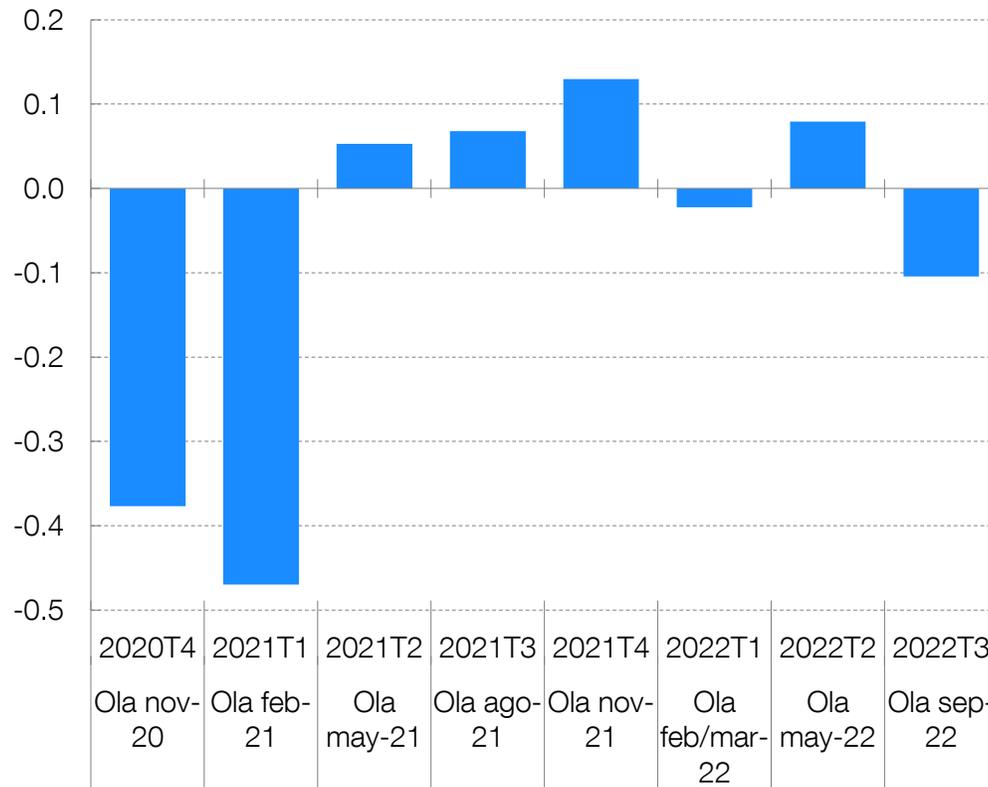
— Tasa trimestral

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Agencia Tributaria y Banco de España. Series desestacionalizadas.

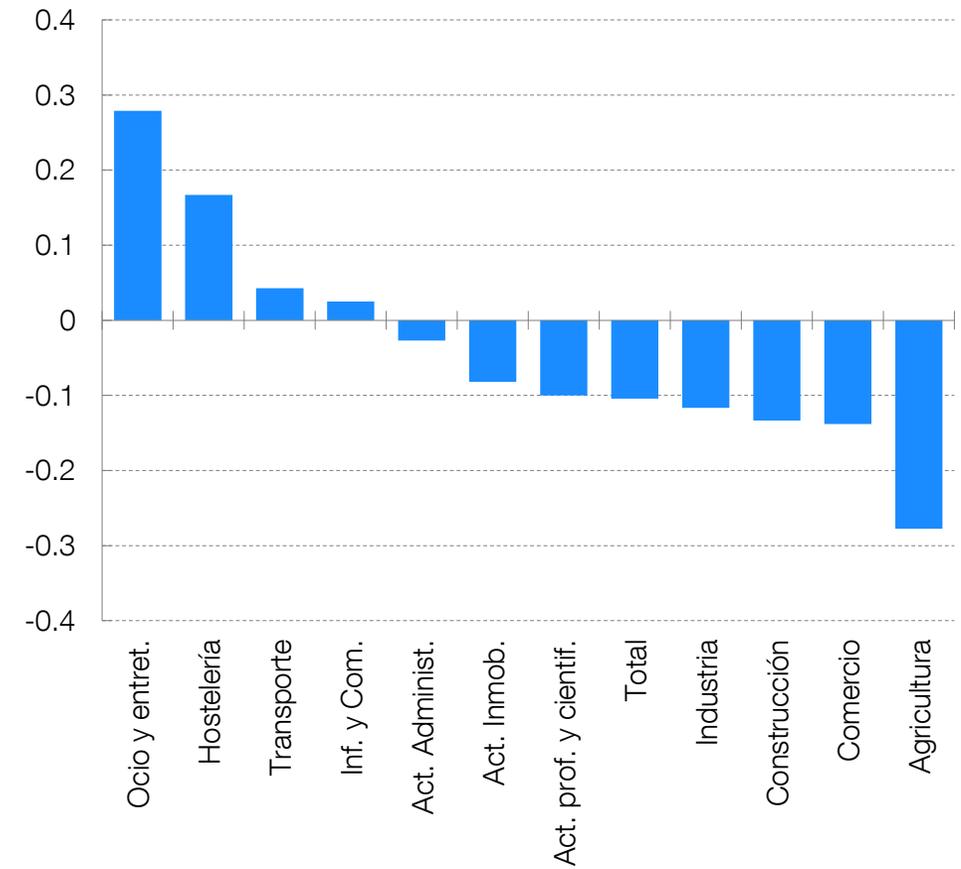


# LA EBAE APUNTA A UN DESCENSO EN LA FACTURACIÓN EMPRESARIAL

## EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LA FACTURACIÓN



## FACTURACIÓN POR RAMAS EN EL TERCER TRIMESTRE

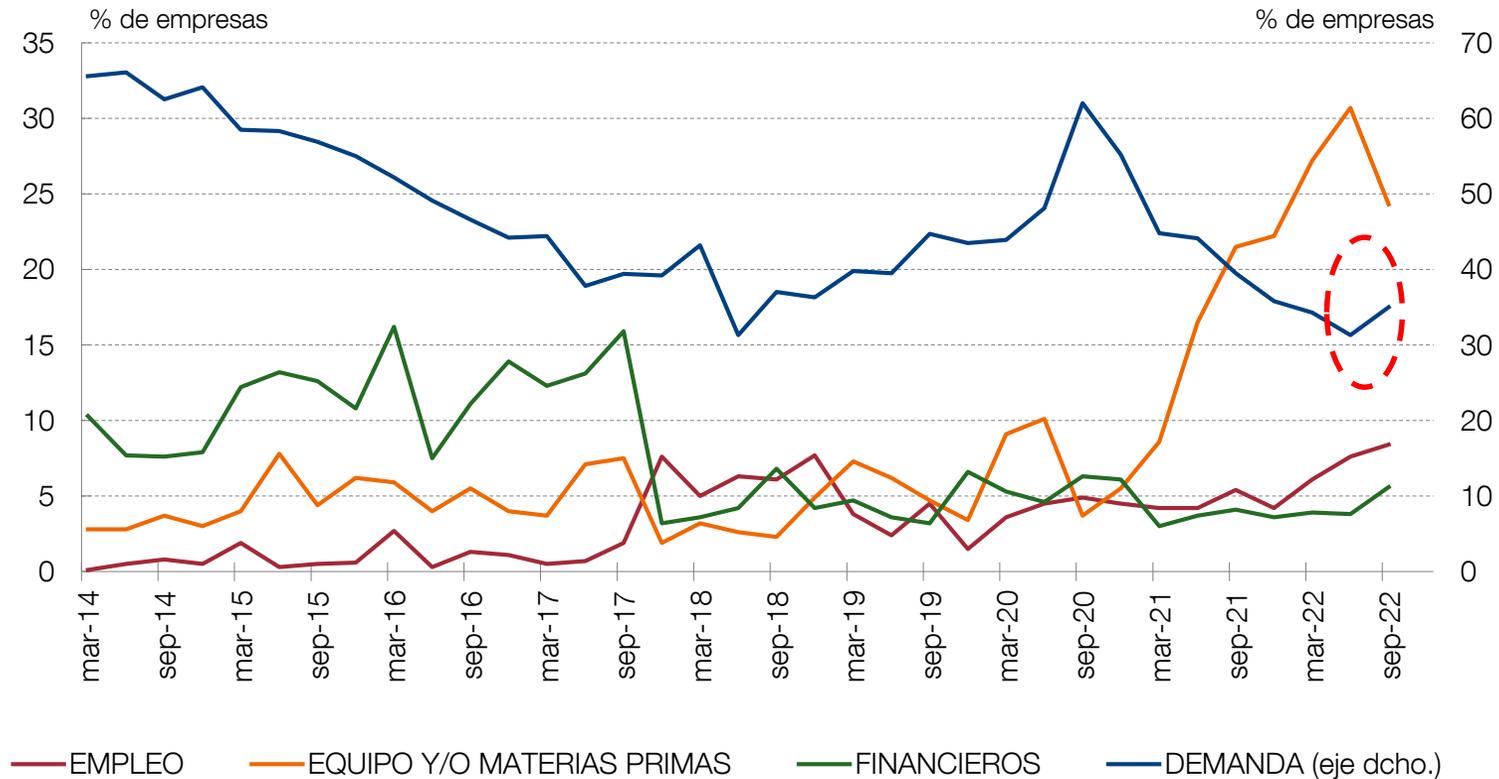


Fuente: Banco de España (EBAE).

a) Índice calculado como Descenso significativo = -2; Descenso leve = -1; Estabilidad = 0; Aumento leve = 1; Aumento significativo = 2.



## FACTORES QUE ESTÁN LIMITANDO LA PRODUCCIÓN

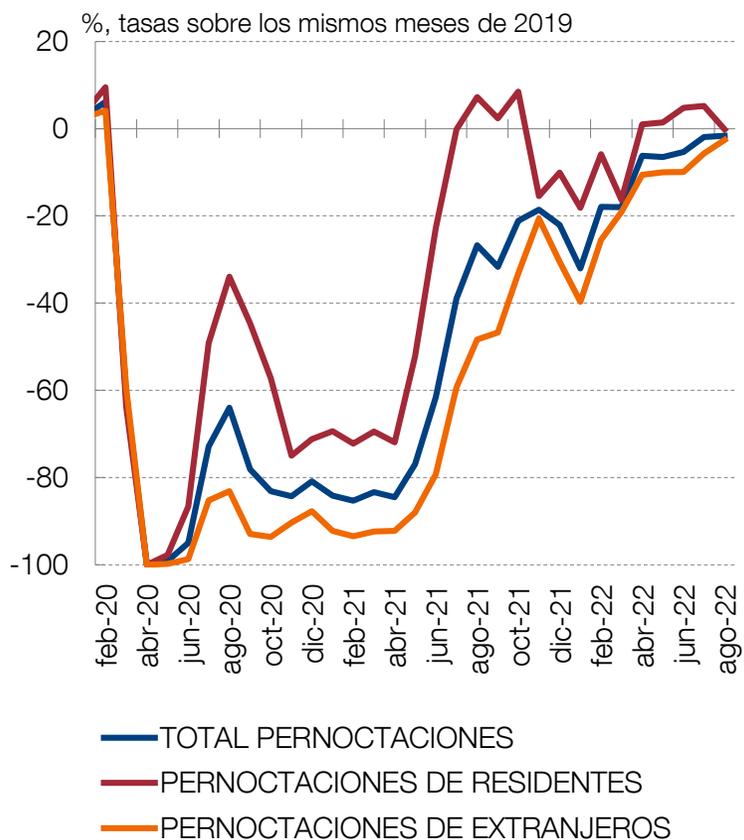


Fuente: Comisión Europea.

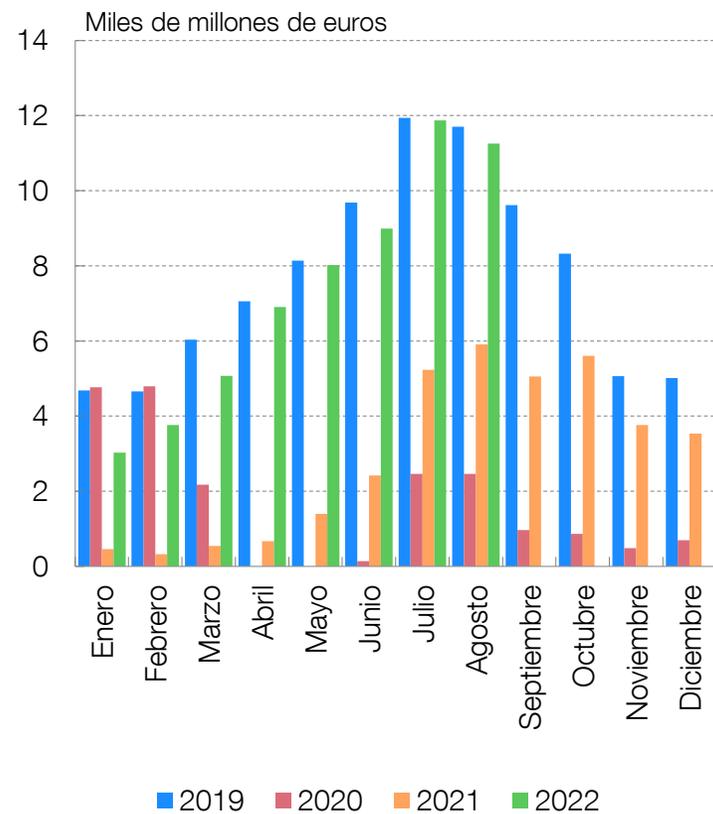


# EN CONTRASTE CON TODO ELLO, LA TEMPORADA TURÍSTICA EN VERANO HA SUPERADO LAS EXPECTATIVAS

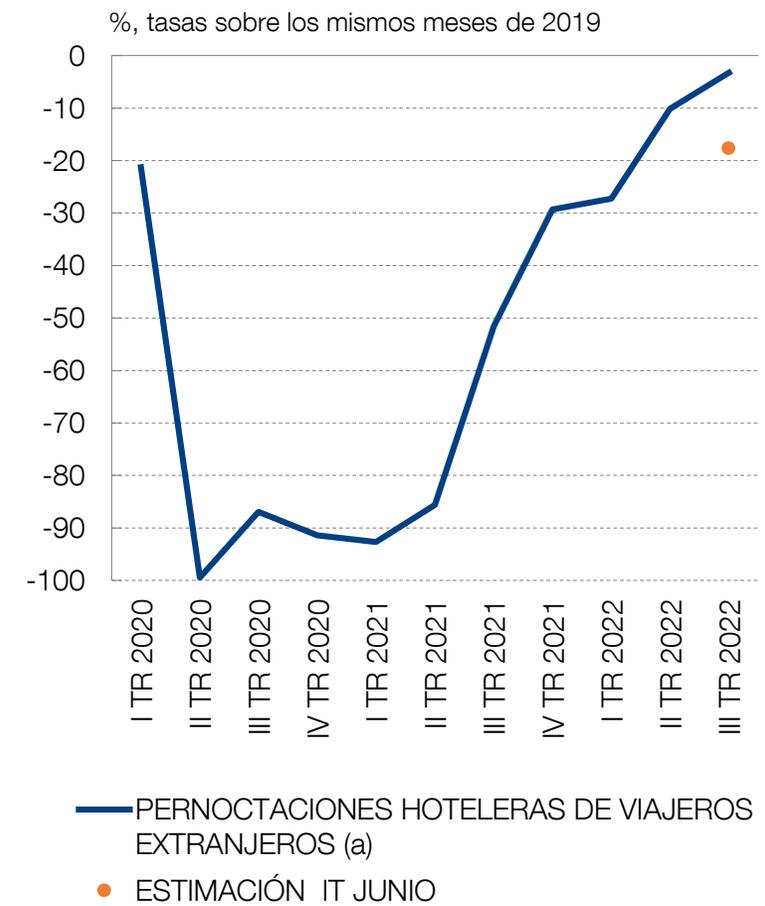
## PERNOCTACIONES HOTELERAS



## GASTO DE LOS TURISTAS EXTRANJEROS (Comparativa 2019-2022)



## PERNOCTACIONES DE VIAJEROS



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.  
a) Datos ajustados de estacionalidad.



	2021	Proyecciones de octubre de 2022 (a)			Diferencia entre las previsiones actuales y las de junio de 2022 (b)		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Tasas de variación anual, salvo indicación en contrario							
Mercados de exportación de España (c)	9,8	6,3	2,6	3,2	0,8	-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) (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) (e)	0,3	2,2	3,4	3,6	0,4	1,0	1,0

Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

a) Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 23 de agosto de 2022 para los mercados de exportación de España y 30 de septiembre de 2022 para el resto de 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, septiembre 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.

# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2022-2024: ESCENARIO CENTRAL

	2021	Proyecciones de octubre de 2022			Proyecciones de junio de 2022		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024
Tasas de variación anual sobre el volumen y porcentaje del PIB							
PIB	5,1	4,5	1,4	2,9	4,1	2,8	2,6
Consumo privado	4,6	1,6	1,3	3,2	1,4	4,9	2,8
Consumo público	3,1	-1,5	0,0	0,9	-0,2	0,4	1,2
Formación bruta de capital fijo	4,3	4,7	1,7	2,6	6,5	2,1	2,4
Exportación de bienes y servicios	14,7	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)	4,6	1,1	0,9	2,5	2,1	3,2	2,4
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,5	3,4	0,5	0,4	2,0	-0,4	0,2
PIB nominal	7,4	8,1	5,9	5,6	7,2	5,8	5,0
Deflactor del PIB	2,2	3,5	4,5	2,6	2,9	2,9	2,4
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	3,0	8,7	5,6	1,9	7,2	2,6	1,8
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	0,6	3,9	3,5	2,1	3,2	2,2	2,0
Empleo (horas)	7,0	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)	118,4	113,3	110,7	109,9	114,9	113,2	112,5

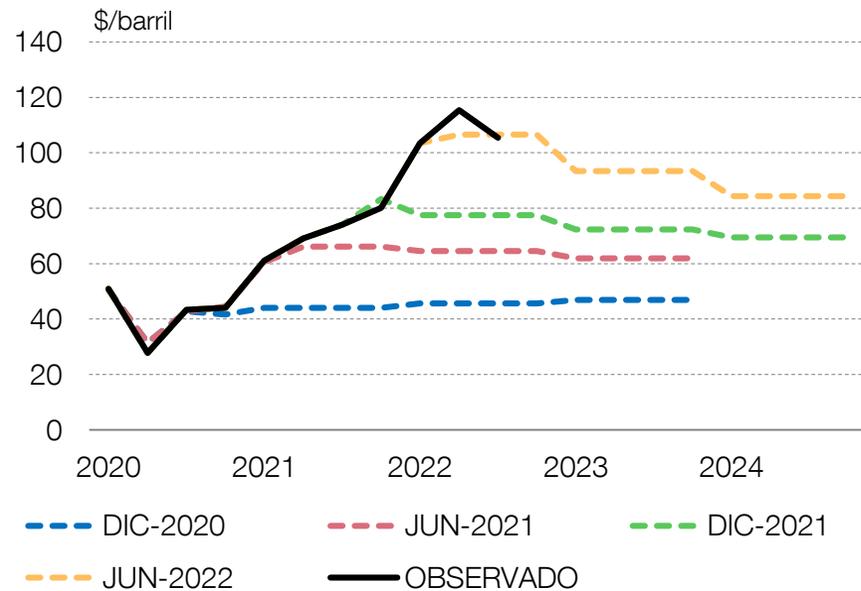
Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2022. Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de septiembre de 2022.



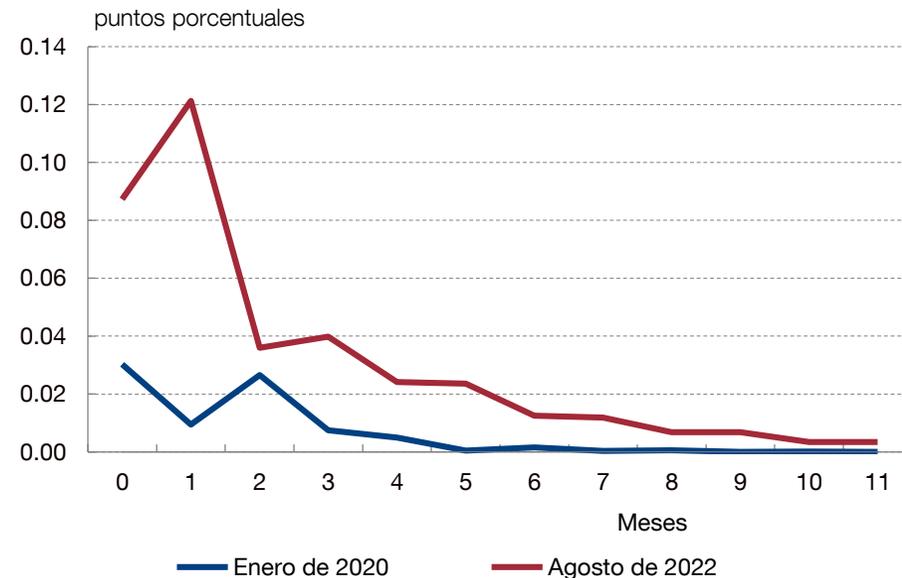
# ¿A QUÉ SE DEBEN LOS ERRORES DE PREVISIÓN EN LA INFLACIÓN DE LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES?

- Principalmente, a un **crecimiento mayor del inicialmente esperado de los precios de las materias primas energéticas y alimenticias** ...
- ... pero, también, a una **respuesta de la inflación subyacente a los shocks de energía algo más rápida e intensa en el episodio actual que en el pasado**

### PRECIO DEL PETRÓLEO



### RESPUESTA DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE A INNOVACIÓN EN PRECIOS ENERGÉTICOS (a)



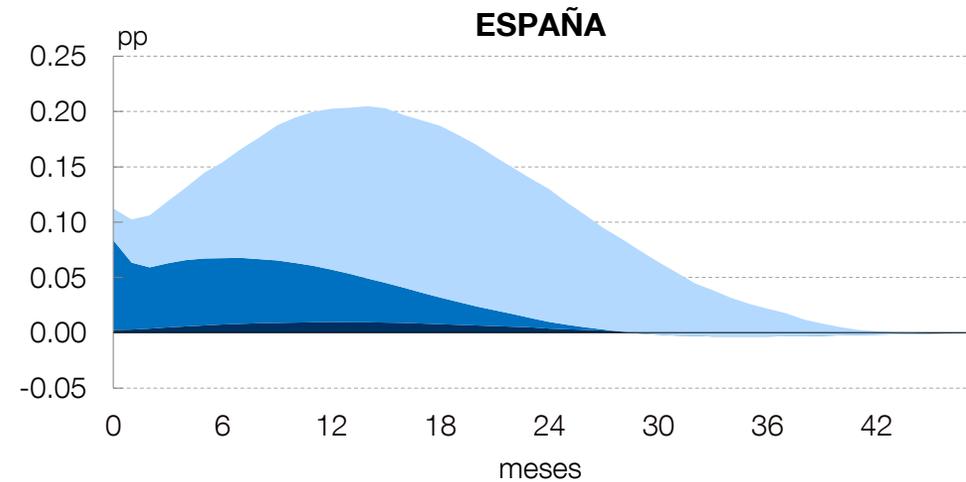
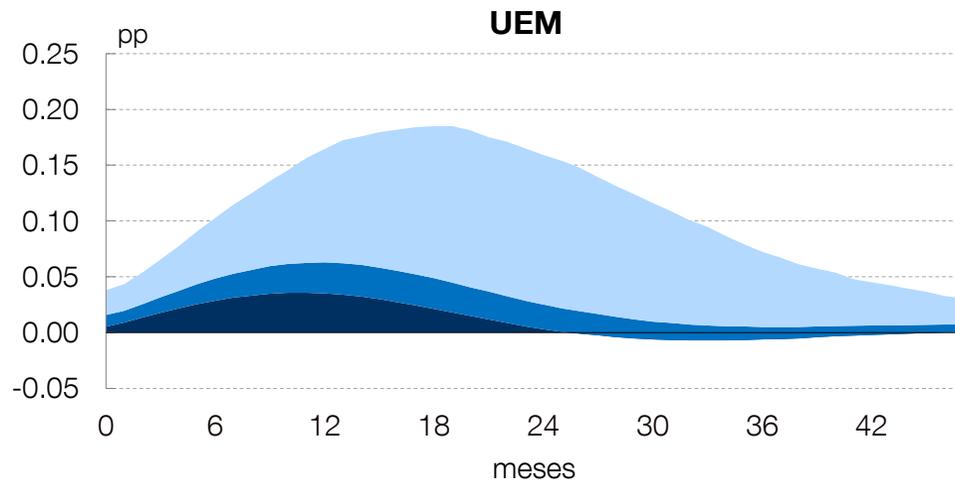
Fuentes: Reuters, Banco Central Europeo y Banco de España.

a) Efecto de un incremento no esperado de un 1% en el precio de la energía sobre la inflación subyacente. Véase González-Mínguez, Hurtado, Leiva-León y Urtasun (2022, de próxima publicación).

# ¿CÓMO SON LOS EFECTOS INDIRECTOS DE UN ENCARDECIMIENTO DE LAS MATERIAS PRIMAS?

- El incremento de los precios del gas natural –por ejemplo– se traslada a la inflación a través de **efectos directos e indirectos**
- Los **efectos indirectos**, derivados del encarecimiento de los productos que utilizan esta materia prima en su proceso productivo, tardan más tiempo en manifestarse, pero tienen una **cuantía significativa** y son **más persistentes**

## CONTRIBUCIONES AL EFECTO EN LA INFLACIÓN DE UN INCREMENTO PERMANENTE DEL 10% EN EL PRECIO DEL GAS NATURAL (a)



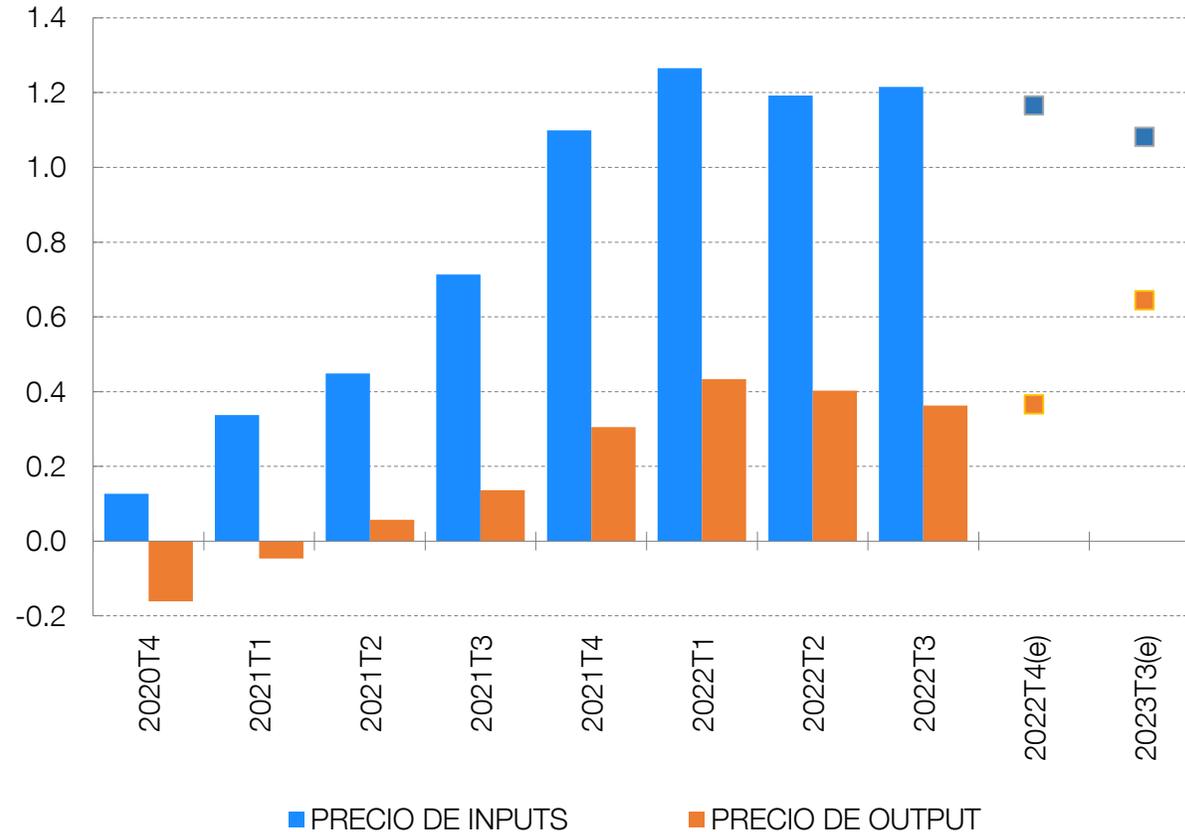
■ EFECTO DIRECTO    ■ EFECTO INDIRECTO - ELECTRICIDAD    ■ EFECTO INDIRECTO - RESTO

Fuente: Banco de España.

(a) Funciones impulso respuesta a un incremento de precios permanente del 10% del gas natural estimada a través de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR) que incorporan las variaciones interanuales del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) (general, electricidad y productos derivados del gas), del precio del gas natural en Europa y del petróleo expresados en euros.

# DE ACUERDO CON LA EBAE, LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS ESPERAN QUE LAS ELEVADAS PRESIONES INFLACIONISTAS ACTUALES SE MANTENGAN A LO LARGO DE LOS PRÓXIMOS MESES

## EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS Y PERSPECTIVAS



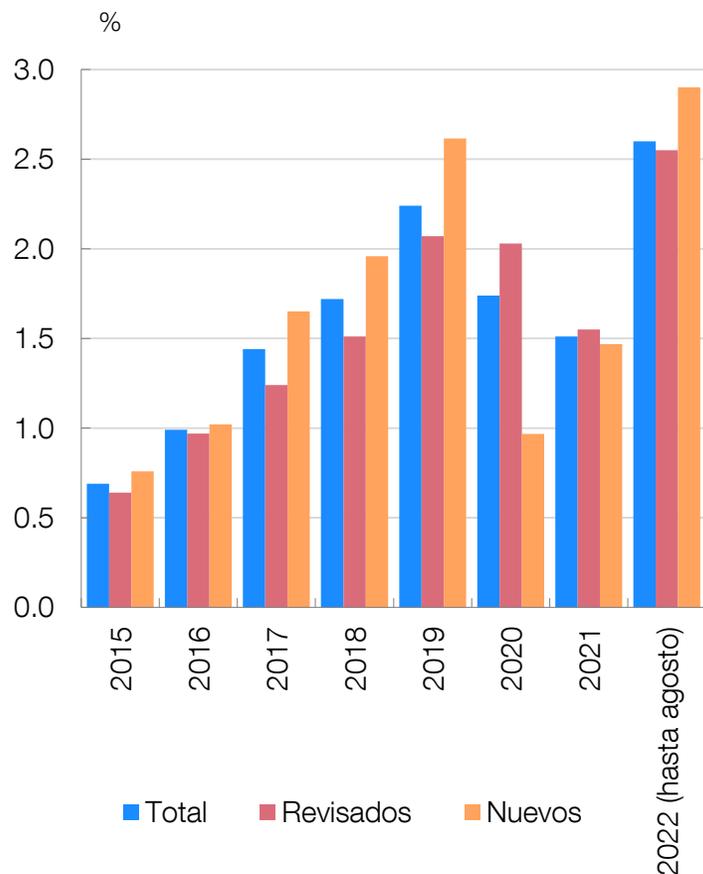
Fuente: Banco de España (EBAE).

a) Índice calculado como Descenso significativo = -2; Descenso leve = -1; Estabilidad = 0; Aumento leve = 1; Aumento significativo = 2

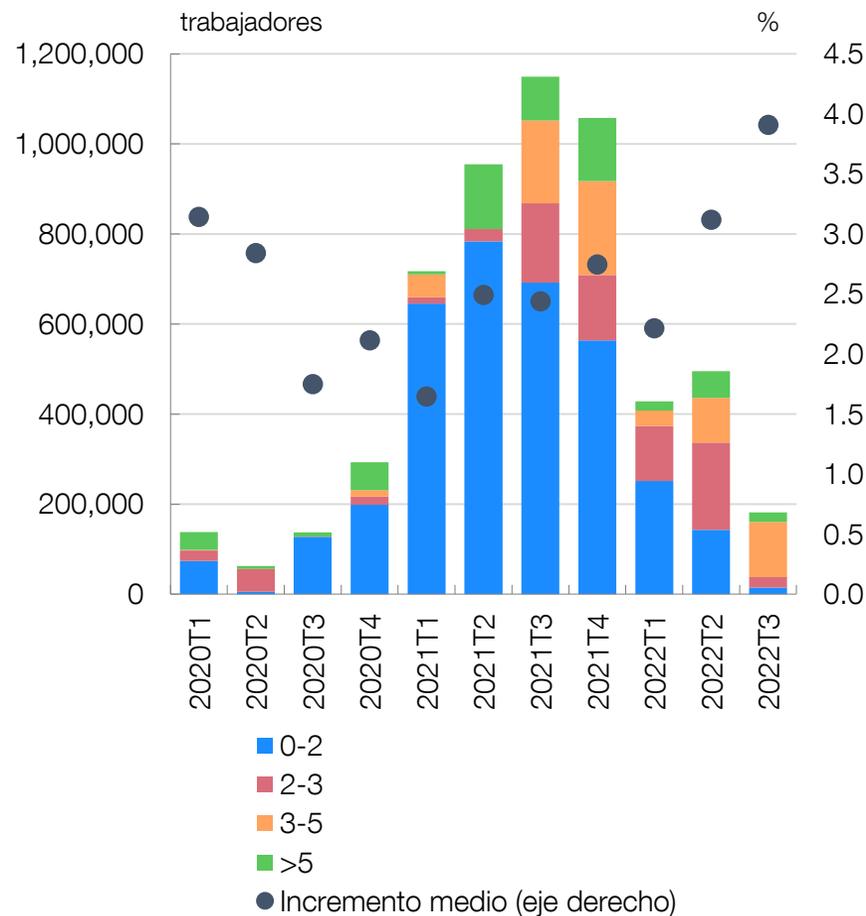


# NO SE APRECIAN, POR EL MOMENTO, EFECTOS DE SEGUNDA VUELTA SIGNIFICATIVOS SOBRE LA INFLACIÓN VÍA SALARIOS, AUNQUE AUMENTA LA INCIDENCIA DE LAS CLÁUSULAS DE SALVAGUARDA

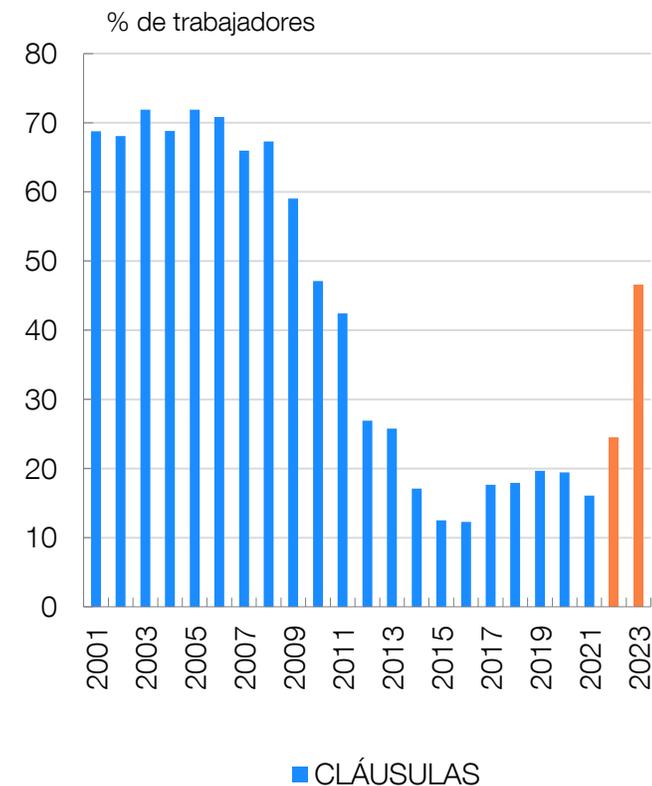
## INCREMENTO SALARIAL PACTADO



## TRABAJADORES AFECTADOS PARA 2022 SEGÚN MOMENTO DE LA FIRMA E INCREMENTO SALARIAL PACTADO PARA 2022



## INCIDENCIA DE LAS CLÁUSULAS DE SALVAGUARDA FRENTE A LA INFLACIÓN

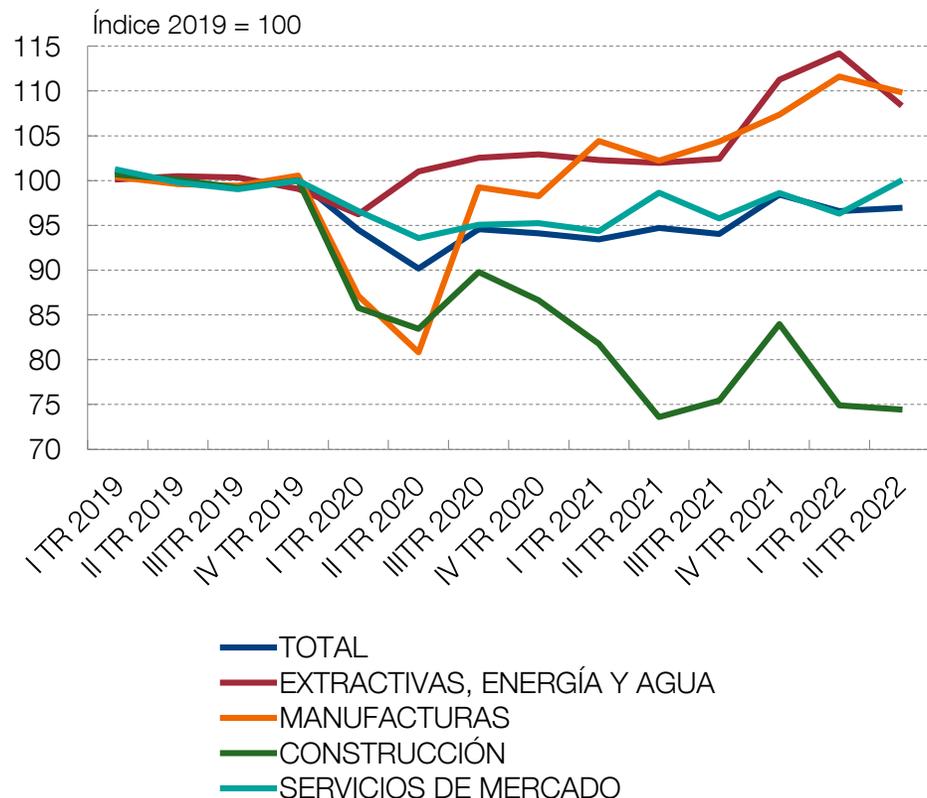


Fuente: Ministerio Trabajo y Economía Social.

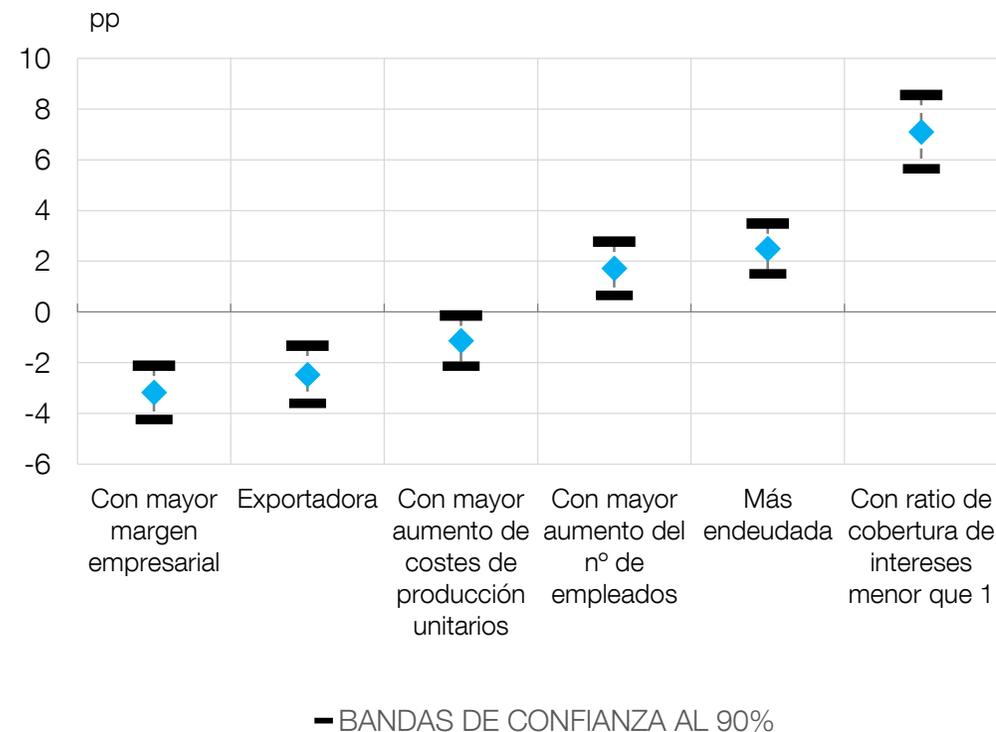


# LOS MÁRGENES EMPRESARIALES SE MANTIENEN RELATIVAMENTE CONTENIDOS EN TÉRMINOS AGREGADOS, AUNQUE MUESTRAN UNA NOTABLE HETEROGENEIDAD ENTRE SECTORES Y EMPRESAS

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



**VARIACIÓN DEL MARGEN EMPRESARIAL 1S22 vs. 1S21. POR CATEGORÍA DE EMPRESA (b)(c)**



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a) El Excedente Bruto de Explotación (EBE) se calcula como el Valor Añadido Bruto (VAB) menos la remuneración por asalariado.

b) Margen empresarial calculado como el cociente entre el resultado económico bruto y el importe neto de la cifra de negocios.

c) Coeficientes estimados en un análisis de regresión lineal. Las variables explicativas se refieren a características de cada empresa. Efectos fijos asociados con las secciones de la CNAE-2009.

# EFECTO DE LAS MEDIDAS DESPLEGADAS POR LAS AUTORIDADES

Bonificación extraordinaria y temporal en el precio de venta al público de los carburantes (desde el 1-abr hasta el 31-dic)

Límite máximo de la revisión de los contratos de alquiler en el 2% (desde el 1-abr hasta el 31-dic)

Mecanismo para limitar el precio del gas en la producción de electricidad (desde el 15-jun hasta el 31-may-23)

Reducción de impuestos en la factura eléctrica: IVA al 5% e IEE al 0,5% (hasta el 31-dic)

Congelación del precio del butano (el nivel alcanzado en mayo se mantiene hasta el 31-dic)

Reducción del precio del abono transporte y abonos gratuitos para transporte ferroviario (desde el 1-sep hasta el 31-dic)

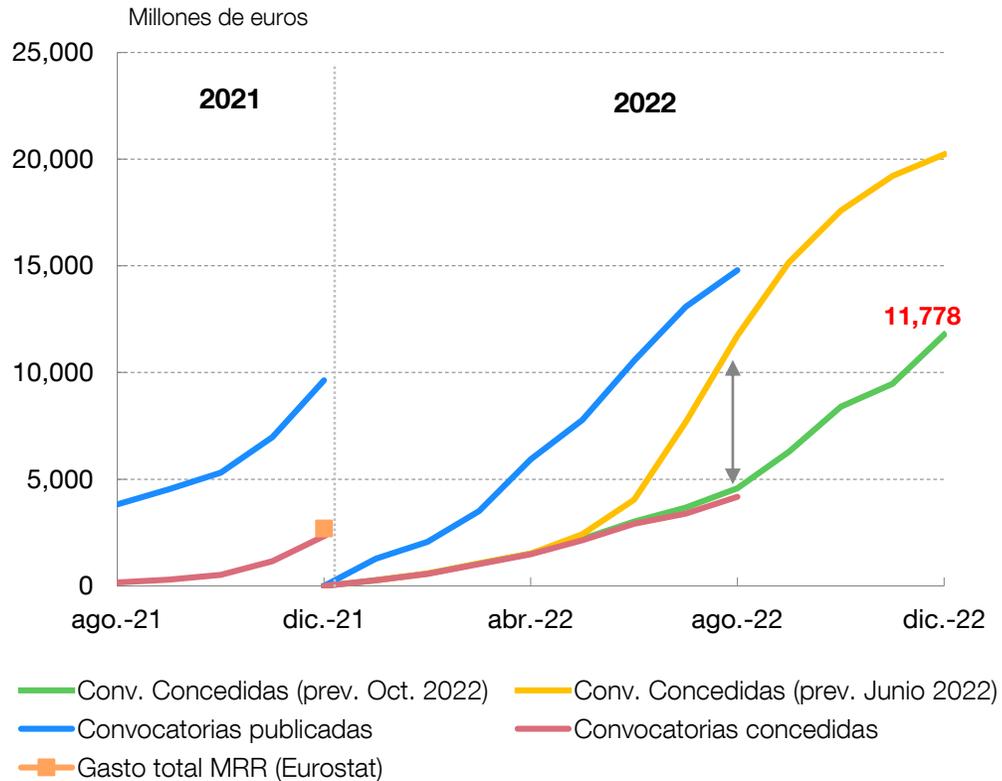
Reducción del tipo impositivo del IVA en el gas natural (desde el 1-oct hasta el 31-dic)

**Reducción de algo más de 3 pp en la tasa de inflación de agosto (frente a un escenario sin medidas)**

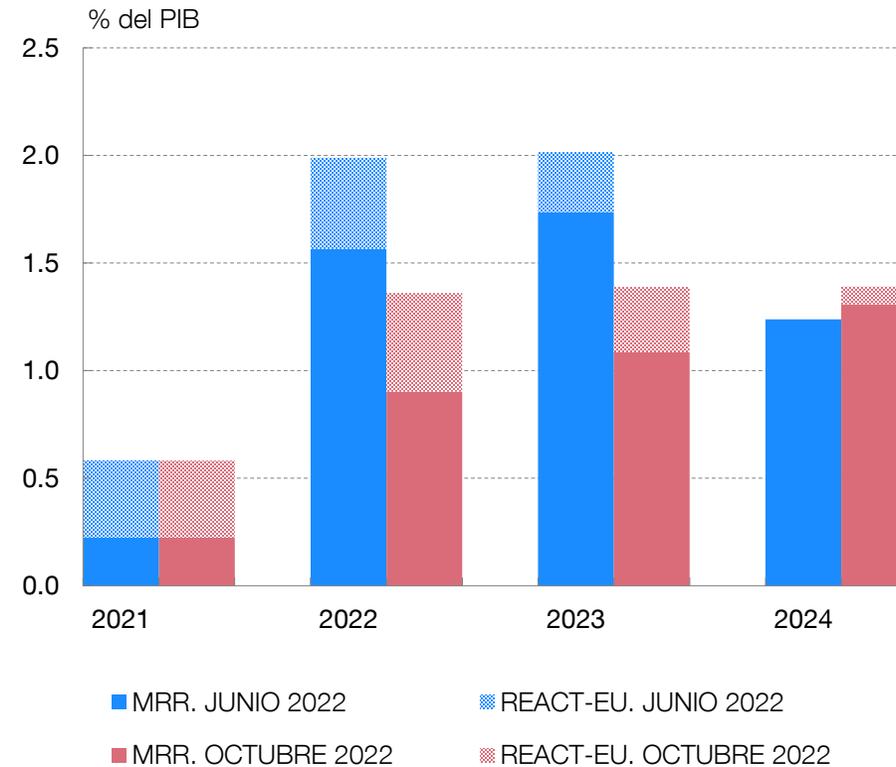
**Con efectos a partir de septiembre / octubre**

# EL RITMO AL QUE LOS PROYECTOS DE INVERSIÓN ASOCIADOS AL PROGRAMA NGEU SE ESTARÍAN FILTRANDO A LA ECONOMÍA SERÍA MÁS LENTO DE LO ESPERADO EN LAS PREVISIONES DE JUNIO

## CONVOCATORIAS MRR (ACUMULADO EN EL AÑO) (a) (b)



## GASTO PÚBLICO FINANCIADO CON EL NGEU (c)



Fuentes: Web de convocatorias del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) y Banco de España.

a) No se incluyen las convocatorias en estado "próximamente", las que actúan como garantías, las destinadas a otras AAPP o las identificadas como REACT-EU.

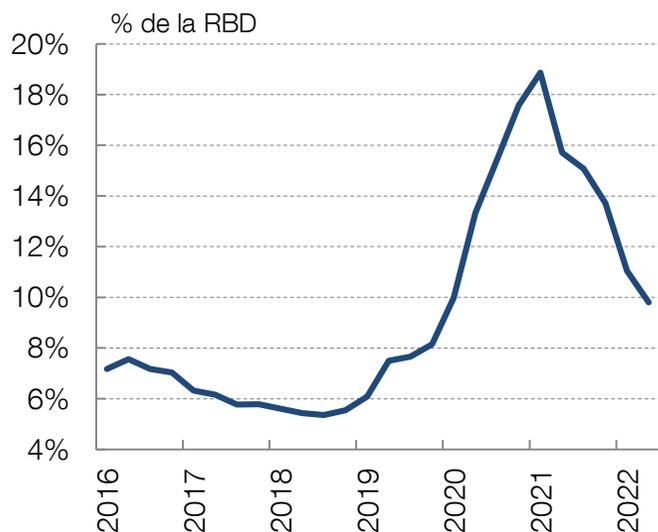
b) Convocatorias publicadas en la página web del PRTR hasta el 15/09/2022 y acumuladas mensualmente.

c) El programa Next Generation EU (NGEU) tiene varios componentes, de los cuales los dos más importantes son el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) y el REACT-EU.

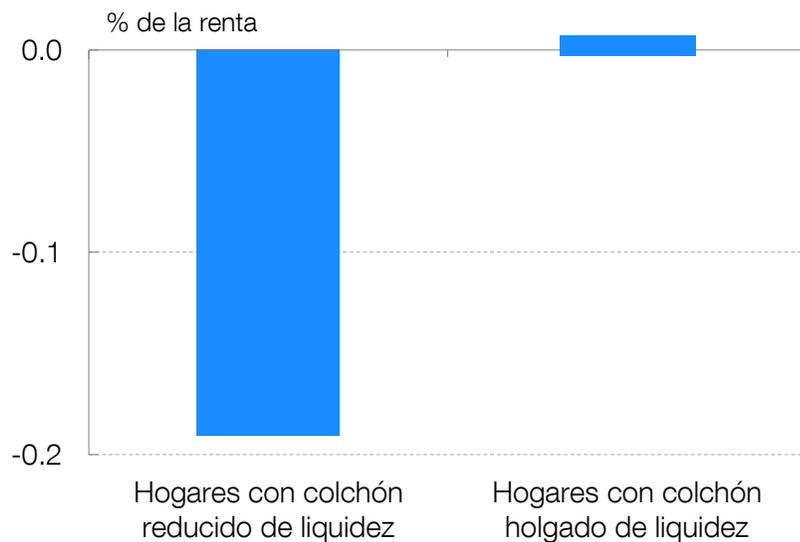


# AL COMIENZO DE LA PANDEMIA SE ACUMULÓ UNA IMPORTANTE BOLSA DE AHORRO, PERO SU DISTRIBUCIÓN POR HOGARES ES MUY DESIGUAL Y ALGUNOS YA DISPONEN DE POCO MARGEN

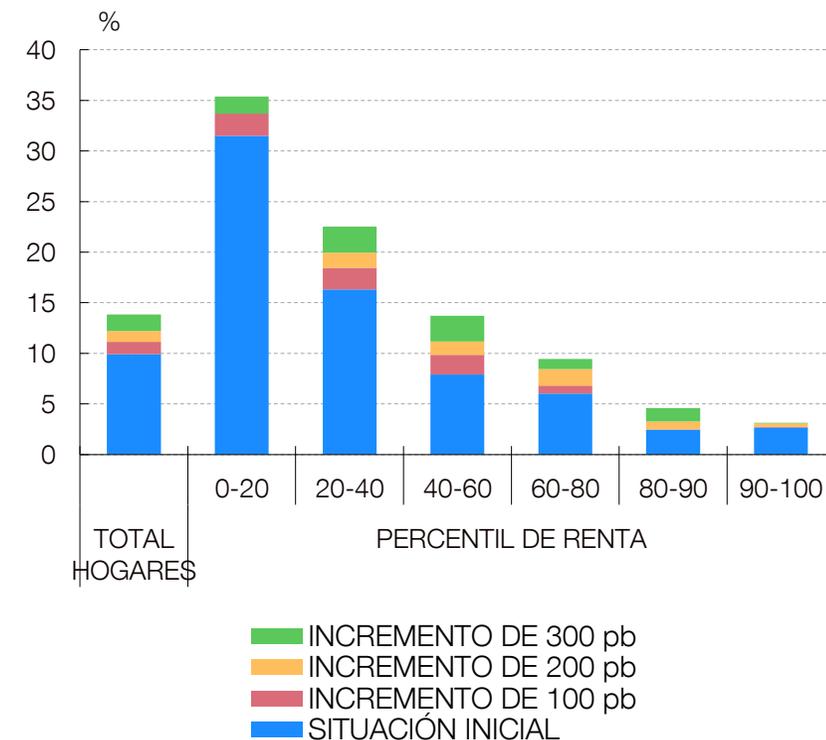
**TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES**  
Datos acumulados 4 trimestres



**AJUSTE DEL GASTO EN BIENES NO ENERGÉTICOS Y SERVICIOS ANTE UN AUMENTO DE 1 PP DEL GASTO EN ENERGÍA SOBRE LA RENTA DEL HOGAR (a)**



**IMPACTO DE UNA SUBIDA DE TIPOS DE INTERÉS EN EL PORCENTAJE DE HOGARES CON CARGA FINANCIERA NETA ELEVADA. DESGLOSE POR PERCENTIL DE RENTA (b)**

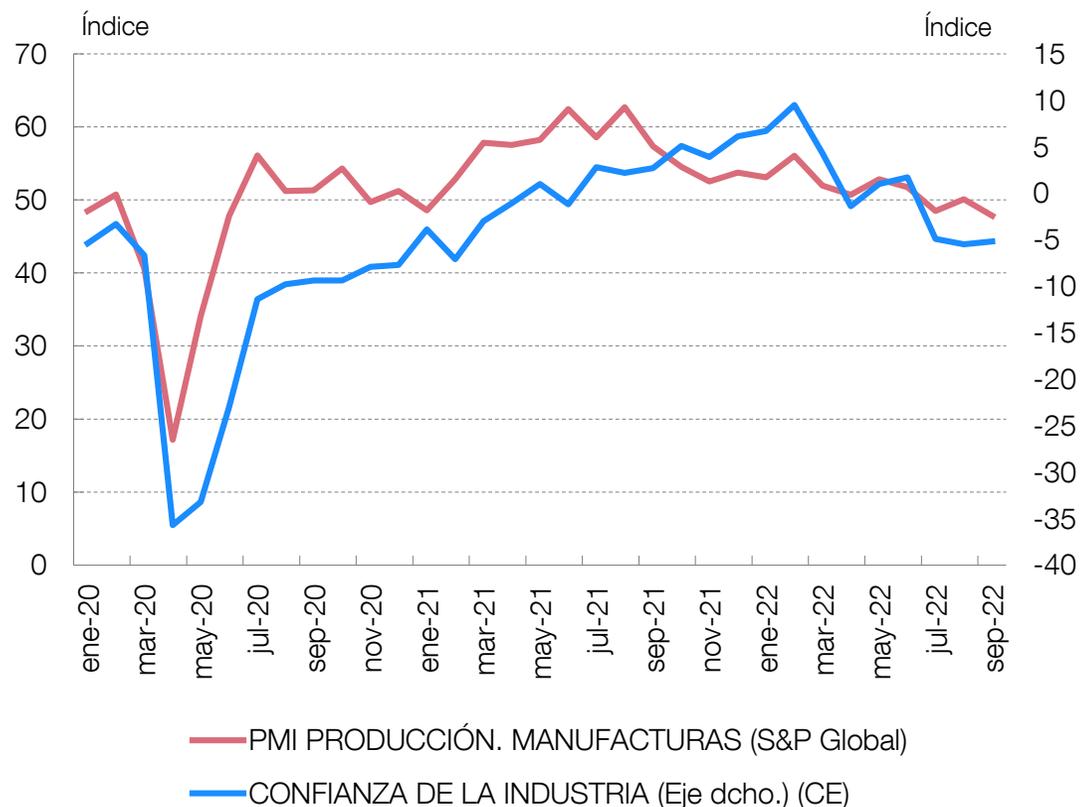


a) Fuente: [Martínez-Carrascal \(2022\)](#). Los hogares con un colchón de liquidez reducido se definen como aquellos que no disponen de suficiente liquidez (o alguna forma de obtenerla) para cubrir gastos imprevistos que asciendan a una cuantía equivalente a una mensualidad de los ingresos familiares. El gasto en energía se aproxima a partir del gasto total en electricidad, gas, agua, alcantarillado, telefonía y televisión por cable, dado que la encuesta en la que se basa la estimación (CES) no permite identificar de forma separada el consumo en cada una de estas partidas.  
b) Fuentes: Encuesta Financiera de las Familias (2017) y Banco de España.

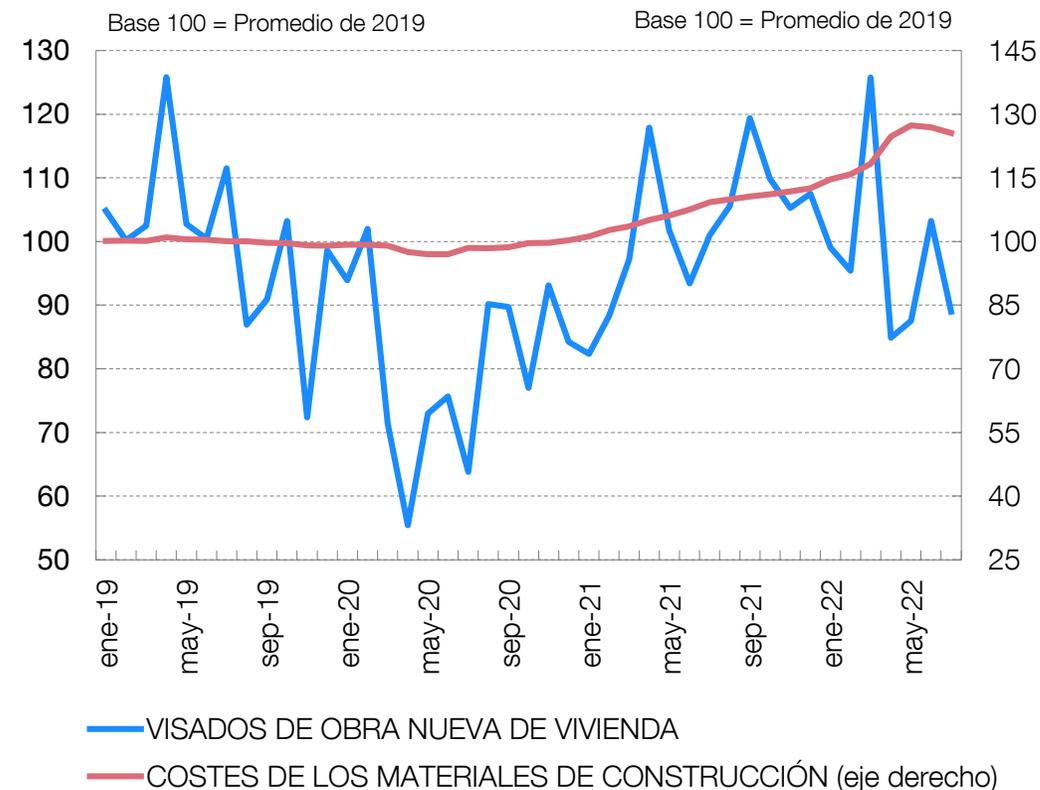


# LA INCERTIDUMBRE, EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS Y LA PERSISTENCIA DE CIERTOS CUELLOS DE BOTELLA PENALIZARÁN EL DINAMISMO DE LA INVERSIÓN A FUTURO

## INDICADORES DE CONFIANZA DE LA INDUSTRIA



## VISADOS DE OBRA NUEVA Y COSTES DE CONSTRUCCIÓN



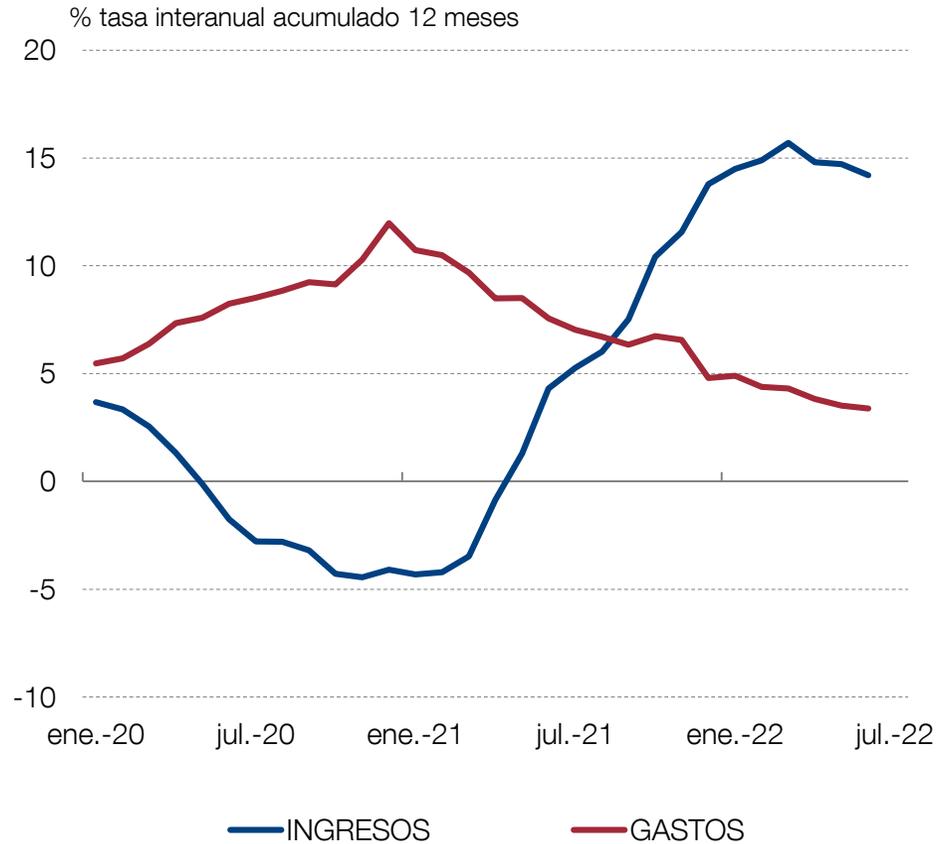
Fuentes: S&P Global, Comisión Europea, INE, CIEN y Banco de España.

a) Series ajustadas de estacionalidad para los visados de obra nueva.

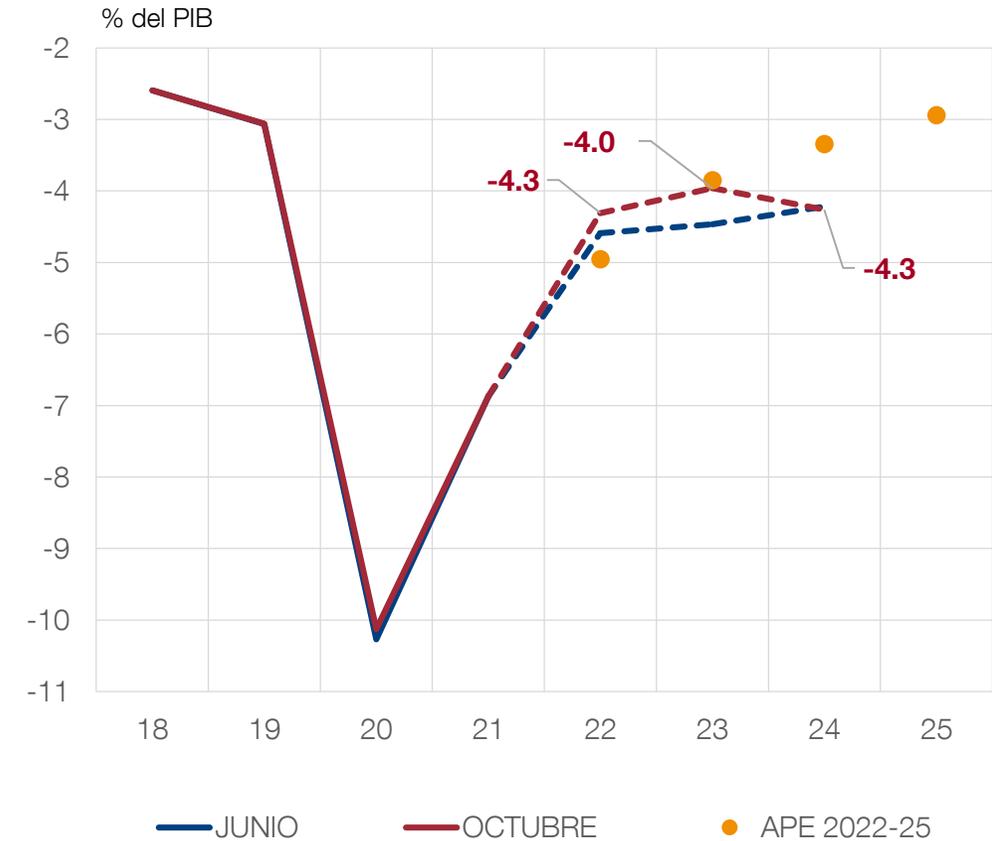


# EL SALDO DE LAS AAPP CONTINÚA MEJORANDO DEBIDO, FUNDAMENTALMENTE, A LA FORTALEZA DE LOS INGRESOS PÚBLICOS

## EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS Y GASTOS DE LAS AAPP



## SALDO DE LAS AAPP

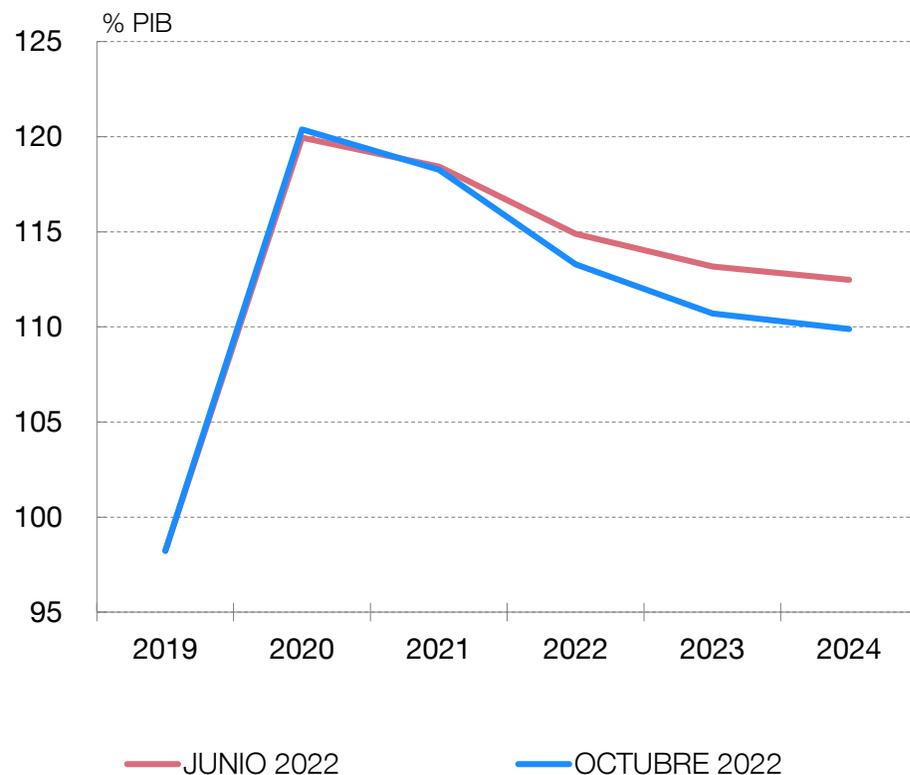


Fuentes: Banco de España, IGAE y Actualización del Programa de Estabilidad 2022-2025.

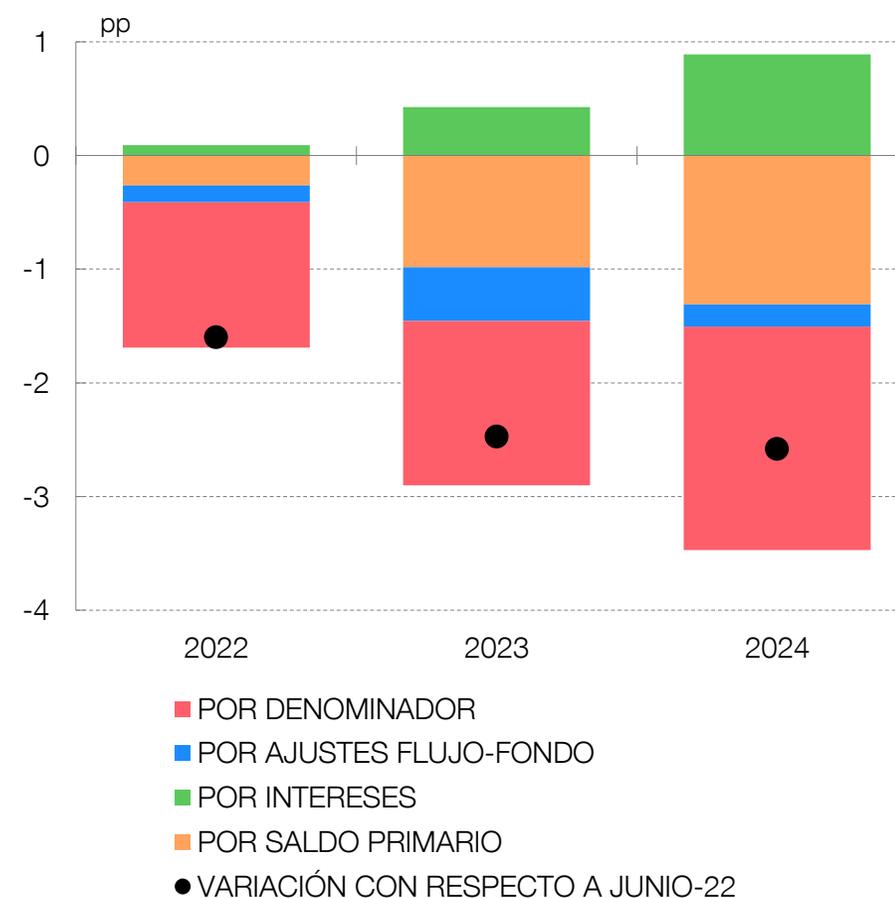


# LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA SOBRE EL PIB SE REVISA A LA BAJA EN EL HORIZONTE DE PREVISIÓN DEBIDO, PRINCIPALMENTE, AL AUMENTO DEL PIB NOMINAL Y A LA MEJORA DEL SALDO PRIMARIO

## PREVISIONES DE DEUDA PÚBLICA



## CAMBIOS EN LAS PREVISIONES DE LA RATIO DE DEUDA PÚBLICA-PIB

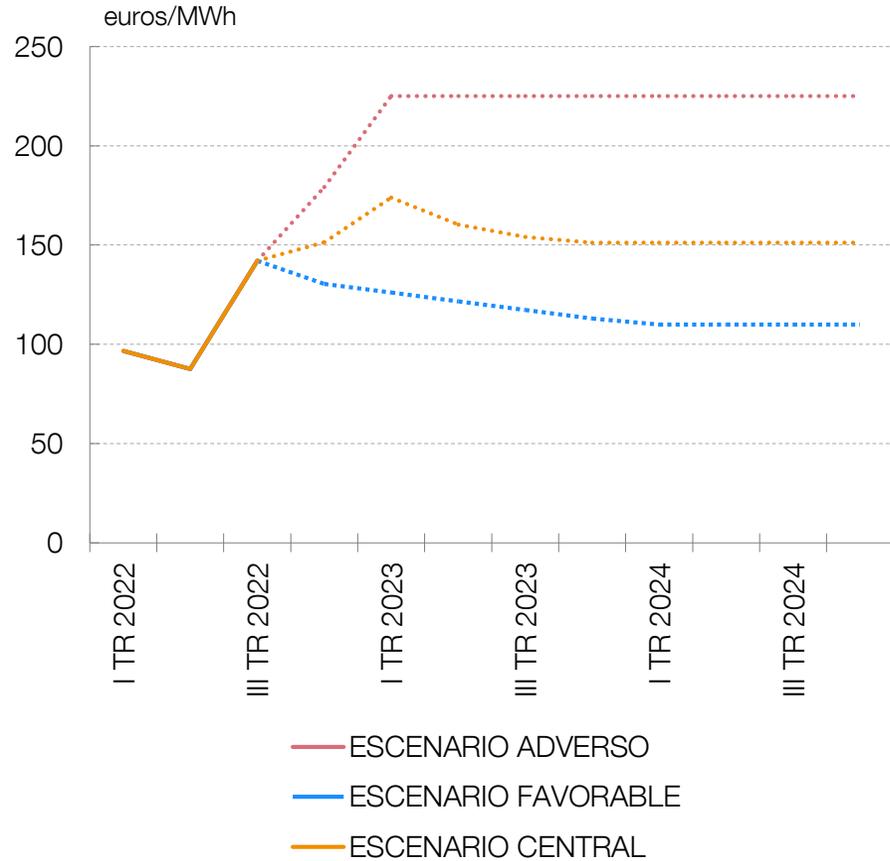


Fuentes: Banco de España e IGAE.

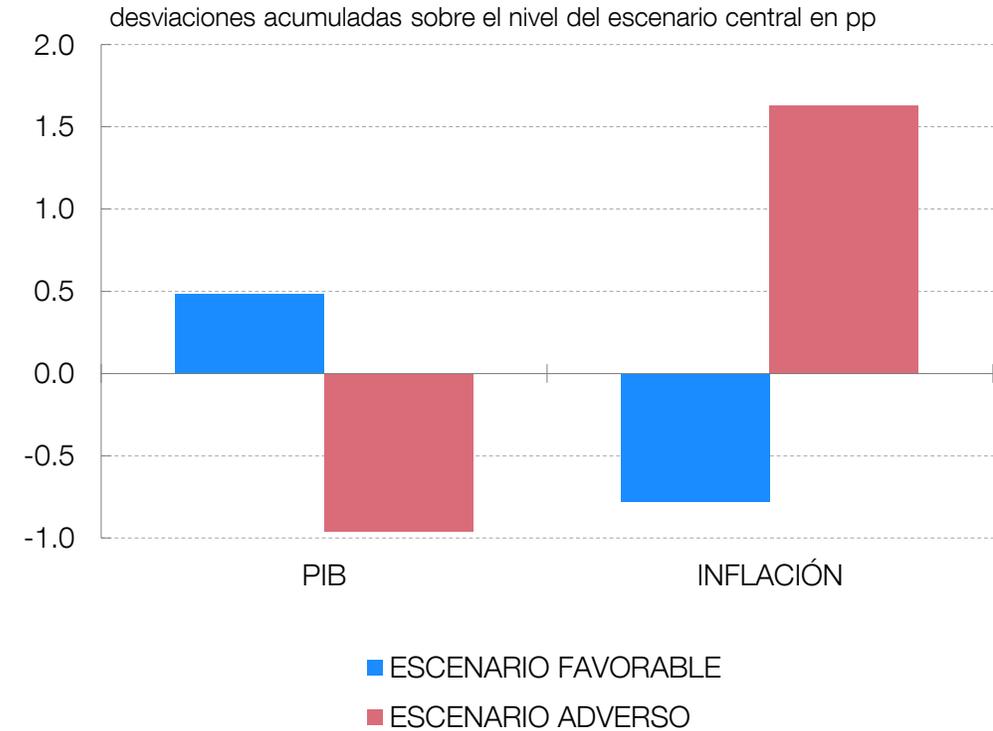


# EJERCICIO DE SENSIBILIDAD #1: SE CONSIDERAN DOS SENDAS PARA LA EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL GAS (MIBGAS) ALTERNATIVAS A LA PLANTEADA EN EL ESCENARIO CENTRAL

## PRECIO DEL GAS



## IMPACTO ACUMULADO SOBRE EL PIB Y LA INFLACIÓN EN EL PERÍODO 2023-2024

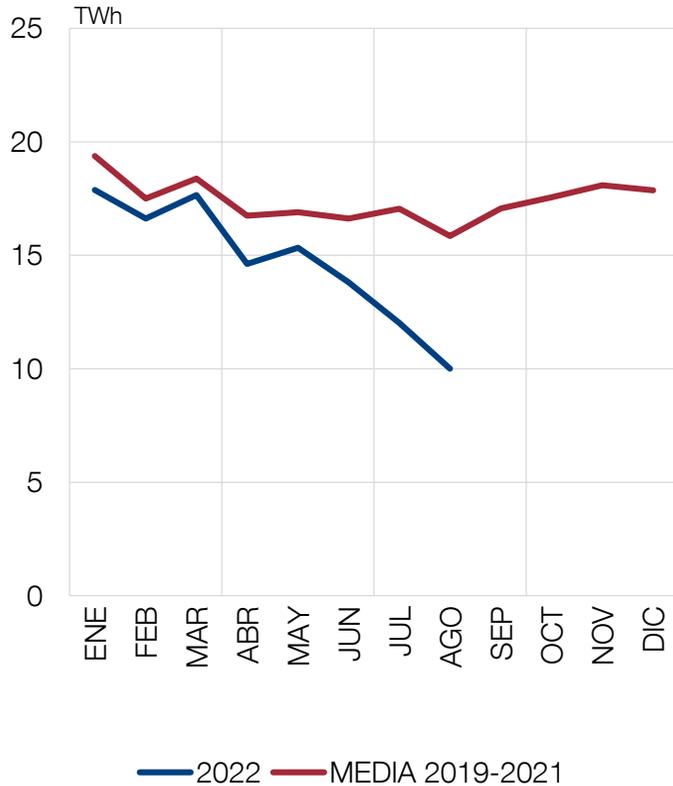


Fuentes: Banco de España.

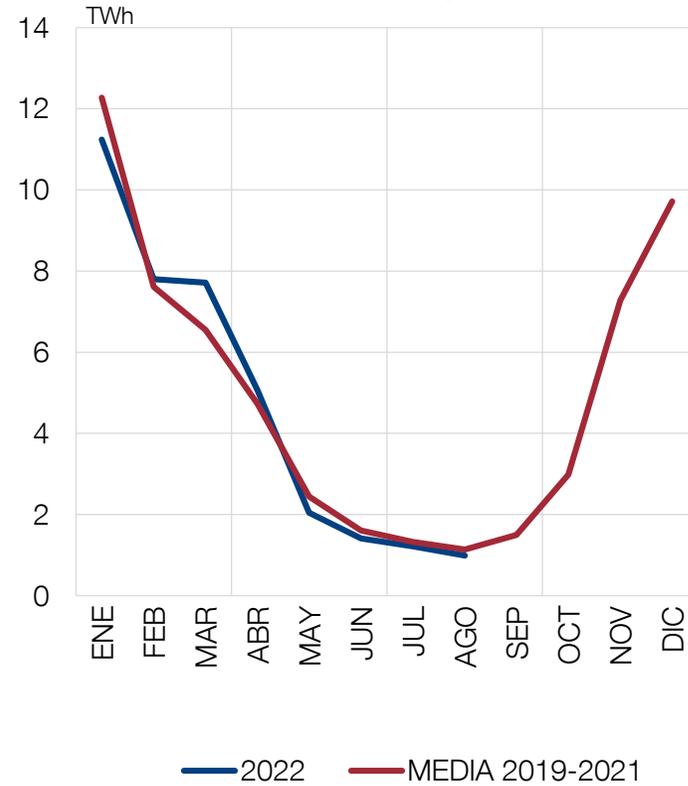


# EJERCICIO DE SENSIBILIDAD #2: SE ASUME QUE LA CAPACIDAD DE EUROPA PARA SUSTITUIR EN EL CORTO PLAZO LAS IMPORTACIONES DE GAS PROCEDENTES DE RUSIA ES LIMITADA

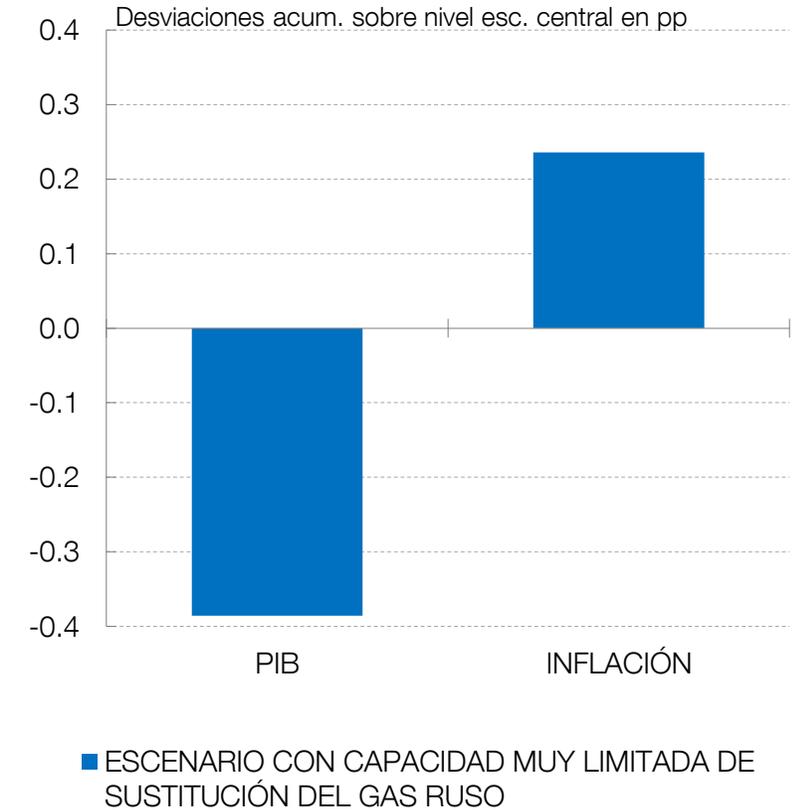
**DEMANDA MENSUAL DE GAS NATURAL DE LA INDUSTRIA EN PENÍNSULA Y BALEARES**



**DEMANDA MENSUAL DE GAS NATURAL DE HOGARES Y PYMES EN PENÍNSULA Y BALEARES**



**IMPACTO ACUMULADO SOBRE EL PIB Y LA INFLACIÓN EN EL PERÍODO 2023-2024 (a)**



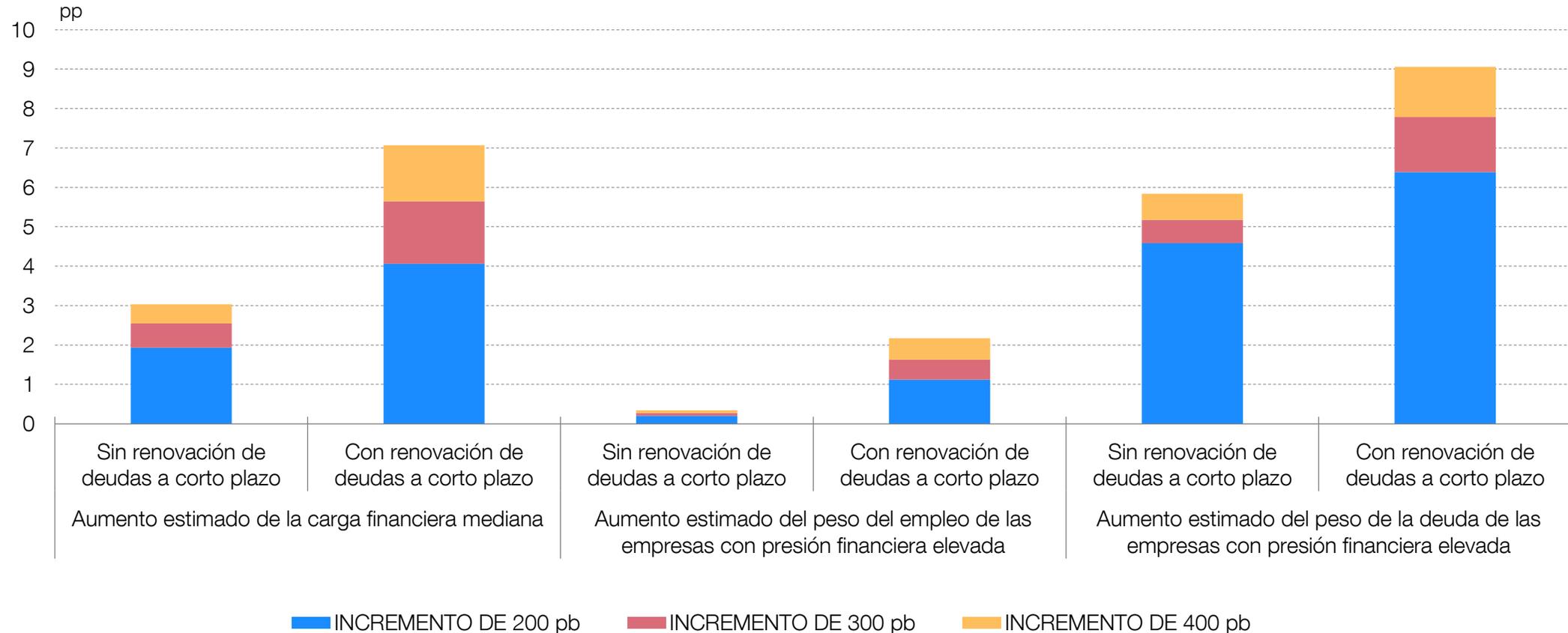
Fuentes: ENAGAS y Banco de España.

a) Se representan las diferencias entre el escenario central (con una elasticidad de sustitución moderada) y uno en el que la elasticidad de sustitución se sitúa en la parte baja del rango considerado en [Quintana \(2022\)](#).



# IMPACTO DE UN AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS SOBRE LA SITUACIÓN FINANCIERA DE LAS EMPRESAS

**IMPACTO DEL AUMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS SOBRE LA CARGA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS Y SOBRE LAS EMPRESAS CON PRESIÓN FINANCIERA ELEVADA (a) (b)**



Fuente: Banco de España.

a) La carga financiera se define como Gastos financieros / (Resultado económico bruto + Ingresos financieros). Se excluyen las empresas con gastos financieros nulos.

b) Se define empresa con presión financiera elevada a aquella cuya ratio (Resultado Económico Bruto + Ingresos financieros) / Gastos financieros es menor que 1.

