

1

LA RESISTENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN UN CONTEXTO ADVERSO E INCIERTO

1 Introducción

La economía mundial está sufriendo las consecuencias del mayor repunte inflacionista en medio siglo. El episodio actual de elevada inflación respondió, inicialmente, a la intensidad de la recuperación tras la pandemia y a las alteraciones en las cadenas globales de producción, pero en Europa su causa ha sido, sobre todo, el alza de precios energéticos y de los alimentos con origen en las tensiones geopolíticas que culminaron en la guerra en Ucrania, si bien han ido ganando peso los factores de demanda¹.

En conjunto, estos desarrollos presionaron a la baja la actividad económica a lo largo de 2022. La pérdida de renta que supuso el aumento del precio relativo de los bienes energéticos importados en Europa afectó a las decisiones de consumo e inversión de hogares y empresas, en un contexto caracterizado, además, por una elevada incertidumbre global, que llegó a poner en duda la seguridad del suministro energético durante los meses de invierno.

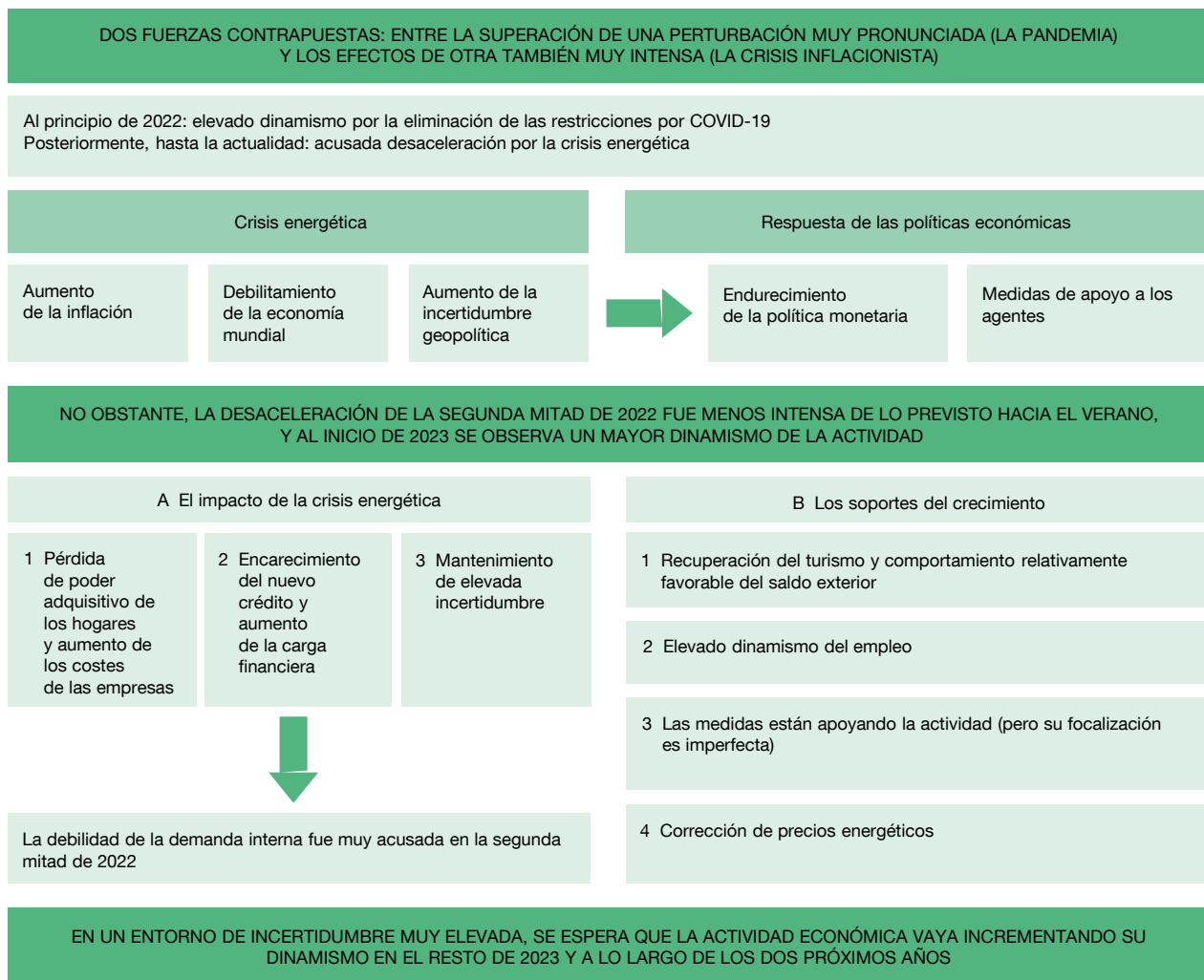
En respuesta al *shock* inflacionista, los principales bancos centrales han llevado a cabo un endurecimiento rápido e intenso de la política monetaria, que ha impactado sobre las condiciones financieras. Los bancos centrales han elevado de forma notable los tipos de interés de política monetaria, a un ritmo sin precedentes en el caso del área del euro, y han iniciado el proceso de reducción del tamaño de sus balances.

El endurecimiento de las condiciones financieras está afectando gradualmente a la actividad económica. El aumento del coste del nuevo endeudamiento ha comenzado a tener efectos en la demanda de crédito, al tiempo que algunos agentes están experimentando mayores dificultades en el acceso al crédito. Adicionalmente, la carga del servicio de la deuda se ha incrementado para los agentes endeudados a tipo variable o que han tenido que refinanciar las deudas que han vencido, lo que acrecienta su vulnerabilidad financiera.

En este contexto adverso, la actividad económica en España mostró mayor resiliencia de lo esperado. En la primera mitad del año, el crecimiento del PIB se vio impulsado de forma notable por la eliminación de las restricciones asociadas a la pandemia y por la fortaleza de la actividad turística, como consecuencia de la recuperación de las entradas de turistas internacionales, lo que, además, contribuyó al sostenimiento del saldo por cuenta corriente (véase esquema 1.1). No obstante, la crisis energética ha empujado la inflación importada a niveles muy elevados, lo que ha dañado el poder adquisitivo de las rentas de las familias y

¹ Para una explicación más detallada de los factores que subyacen a este episodio inflacionista, véase Banco de España (2022).

LA RESILIENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN UN CONTEXTO ADVERSO E INCIERTO



FUENTE: Banco de España.

empresas españolas. Esto se tradujo en una debilidad significativa del gasto en consumo e inversión en la segunda mitad del año. En todo caso, el avance del producto fue algo más vigoroso de lo previsto, en parte porque la crisis energética también se moderó y se descartaron los escenarios menos favorables en los que Europa podría haberse visto sometida, a lo largo del último invierno, a algún tipo de interrupción de los suministros energéticos. En los primeros meses de 2023 se ha observado un mayor dinamismo de la actividad, con un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,5 % en el primer trimestre (0,1 % en el área del euro).

Las acciones adoptadas a escala nacional para paliar las consecuencias de la crisis energética han ayudado al sostenimiento de la actividad (véase recuadro 1). No obstante, dichas actuaciones han de dotarse de un carácter más focalizado, de modo que protejan a los agentes más vulnerables, y han de ser compatibles con el inicio, ya en 2023, de un proceso

gradual de consolidación presupuestaria que suponga una reducción del déficit estructural de nuestras cuentas públicas este año (véase el capítulo 2 de este Informe).

Las previsiones de evolución de la actividad en el horizonte 2023-2025 son favorables, aunque persiste una incertidumbre muy elevada. Se espera que la actividad se vea favorecida por la disminución de las presiones inflacionistas, lo que contribuirá a la recuperación de las rentas reales de hogares y empresas, y por la intensificación del despliegue de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU). En todo caso, persisten riesgos de distinta naturaleza, entre los que destacan la posibilidad de que se produzcan nuevos episodios de inestabilidad geopolítica global, que podrían conllevar alzas de los precios energéticos. Asimismo, el ritmo de descenso de la inflación subyacente está sujeto a una elevada incertidumbre, asociada a la intensidad de aspectos como la fortaleza de la demanda y la posible aparición de efectos de segunda vuelta sobre márgenes o salarios. Además, si la persistencia de la inflación fuera, a escala del área del euro, mayor de lo esperado, ello llevaría a un endurecimiento adicional de la política monetaria, que presionaría a la baja el consumo y la inversión.

2 La inflación y la incertidumbre han debilitado la actividad económica mundial

La economía mundial ha estado marcada por la persistencia de las presiones inflacionistas y el endurecimiento de las políticas monetarias (para más detalles, véase el capítulo 3 de este Informe. Las alzas de las tasas de inflación, que han sido generalizadas en las distintas áreas geográficas, han sorprendido por su intensidad y persistencia. Fundamentalmente, estas presiones inflacionistas han respondido a factores globales, que incluyen la recuperación de la demanda asociada a la reapertura de las economías tras la crisis sanitaria, el encarecimiento de las materias primas —energéticas y no energéticas—, y las distorsiones en las cadenas productivas y logísticas globales².

El abaratamiento de las materias primas energéticas a partir del verano pasado ha permitido que la inflación haya comenzado a moderarse. La desaceleración de estos precios ha sido intensa (véase gráfico 1.1.1), lo que, junto con efectos base negativos de elevada magnitud, explica que la inflación general en la Unión Económica y Monetaria (UEM) haya descendido hasta el 6,9 % en marzo de 2023, tras alcanzar un pico del 10,6 % en octubre del pasado año^{3,4}.

Sin embargo, las presiones inflacionistas se mantienen elevadas, tras haberse generalizado al conjunto de la cesta de consumo. El aumento de los costes de la energía

2 Banco de España (2022).

3 Los cambios en la tasa interanual de inflación entre dos meses consecutivos no dependen solo de la evolución de los precios entre esos dos meses, sino también de su evolución entre los mismos meses del año anterior. En términos generales, los efectos base reflejan el cambio en la tasa de inflación debido a las variaciones en los precios que tuvieron lugar un año antes.

4 De acuerdo con el indicador adelantado del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), publicado con posterioridad a la fecha de cierre de este capítulo, la tasa de inflación se situó en abril en el 7 %.

Gráfico 1.1

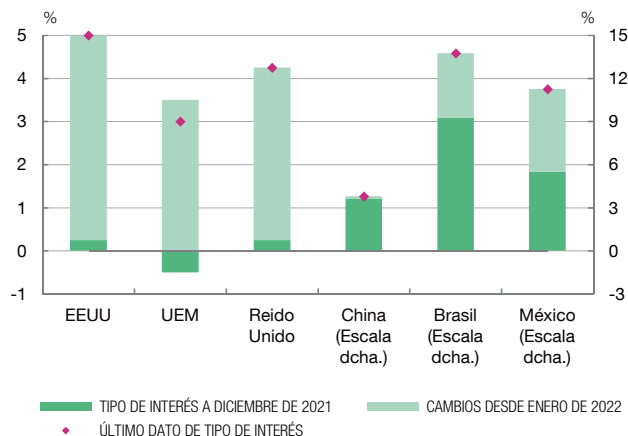
LA ECONOMÍA MUNDIAL SE DESACELERÓ EN 2022

La economía global se desaceleró en 2022, en un contexto marcado por el incremento de la incertidumbre tras la invasión de Ucrania por Rusia, la elevada inflación y políticas monetarias más restrictivas. En 2023 se espera una disminución de las tasas de inflación, acompañada de un crecimiento moderado de la actividad.

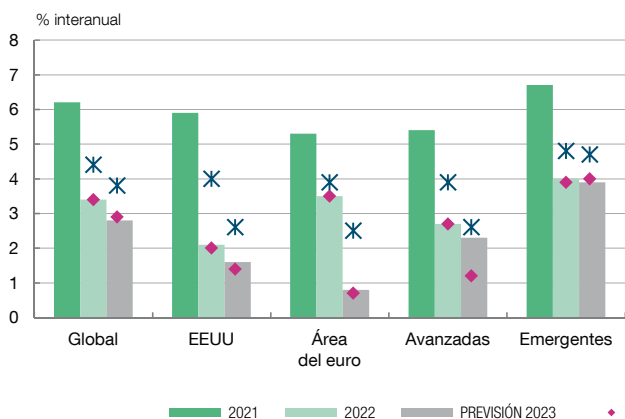
1 EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS



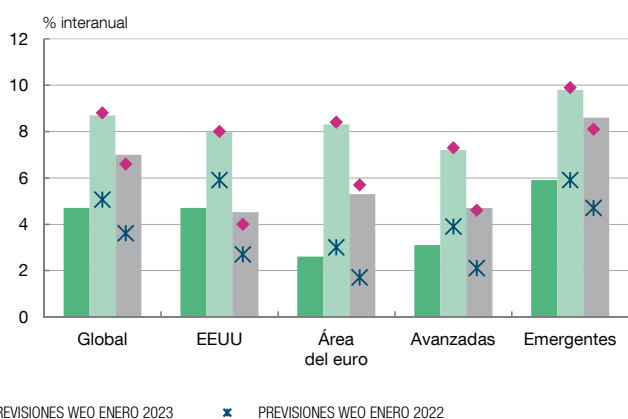
2 TIPOS DE INTERÉS



3 PERSPECTIVAS DE CRECIMIENTO DE LA ACTIVIDAD FMI WEO abril 2023



4 PERSPECTIVAS DE INFLACIÓN FMI WEO abril 2023



FUENTES: FMI World Economic Outlook y Refinitiv.



y de otras materias primas ha tenido efectos indirectos significativos sobre la inflación no energética y explica, en una proporción muy elevada, el repunte de los precios del resto de los bienes y servicios de la cesta de consumo. En particular, las tasas de inflación de los alimentos y del componente subyacente (que engloba los bienes industriales no energéticos y los servicios) han seguido repuntando en el área del euro hasta marzo de 2023, en el que se sitúan en el 15,4 % y en el 5,7 %, respectivamente⁵.

⁵ En abril, las tasas de inflación de los alimentos y del componente subyacente continuaron en registros muy elevados, del 13,6 % y del 5,6 %, respectivamente.

La actividad económica global se desaceleró de forma significativa en el transcurso del pasado año. En muchos países, la tasa media de crecimiento de 2022 fue elevada, debido al impulso proporcionado por la reapertura tras la pandemia durante la primera mitad del año, que favoreció especialmente a las ramas de servicios. Sin embargo, la alta inflación redujo la fortaleza de la actividad global a medida que avanzaba el ejercicio. Los aumentos de costes afectaron, sobre todo, al desempeño de las ramas productivas más intensivas en energía. Además, la reducción del poder de compra de hogares y de empresas debilitó su gasto en consumo e inversión. El dinamismo de la actividad económica se vio obstaculizado también por la incertidumbre asociada a la guerra en Ucrania y, cada vez en mayor medida, por el endurecimiento de las condiciones financieras (véase gráfico 1.1.2). En el conjunto de 2022, el PIB mundial creció un 3,4 %, tasa inferior a lo que se anticipaba al comienzo del año (véase gráfico 1.1.3). Las diferencias entre las distintas áreas geográficas se explican por factores como el grado de dependencia de las materias primas importadas, el momento del levantamiento de las restricciones frente a la pandemia o el tono de las políticas de demanda agregada.

En la etapa más reciente, la economía mundial ha mostrado algunas señales de mayor dinamismo. En el tramo final de 2022, la actividad global mostró una resiliencia mayor de lo esperado hacia mitad del año, evolución que se vio favorecida por la normalización paulatina de las cadenas de suministro global y la moderación gradual de los precios de la energía. En los primeros meses de 2023, la actividad económica ha dado muestras de estar experimentando una cierta mejoría, apoyada en la continuación de los factores anteriores y en el abandono de la política de COVID-cero en China. No obstante, las turbulencias financieras globales del mes de marzo han acrecentado de nuevo la incertidumbre. En términos de las tasas medias anuales, las proyecciones disponibles más recientes apuntan a una desaceleración del PIB en 2023, tanto en las economías avanzadas como en las emergentes, como resultado de la debilidad de la actividad en el segundo semestre de 2022, la persistencia de una elevada inflación y el endurecimiento de las políticas monetarias (véanse gráficos 1.1.3 y 1.1.4).

La actividad del área del euro ha resistido relativamente bien en un entorno adverso. Tras el impulso recibido en el primer semestre de 2022 por los efectos de la reapertura tras la pandemia, la actividad entró, como en otras economías avanzadas, en una fase de mayor debilidad. En todo caso, la economía del área del euro ha mostrado también cierta resistencia, ya que la desaceleración en el segundo semestre de 2022 fue de menor intensidad que la esperada a finales del verano. Además, al inicio de 2023 se está produciendo una modesta recuperación de la actividad, con el trasfondo de la fortaleza del mercado de trabajo. En el futuro, el alivio proporcionado por el descenso de los precios de la energía y la mejora de la demanda externa favorecerán un fortalecimiento adicional del producto del área, cuya intensidad se verá moderada, no obstante, por los efectos sobre la economía real del necesario proceso de endurecimiento de la política monetaria⁶.

⁶ Banco Central Europeo (2023).

3 España: del impulso de la reapertura a la resiliencia frente a la crisis energética

El elevado crecimiento del PIB en el conjunto de 2022, del 5,5 %, fue el resultado de dos fases muy diferenciadas. Tras un inicio débil del año, el levantamiento de las medidas restrictivas asociadas a la pandemia condujo a una intensa recuperación de la actividad en la primavera. Sin embargo, la economía se desaceleró de forma pronunciada en la segunda mitad del año, al ir menguando el impulso expansivo de la reapertura y prevalecer los efectos negativos asociados a la agudización de las presiones inflacionistas, el aumento de la incertidumbre, el deterioro de las perspectivas de los mercados exteriores y el endurecimiento gradual de las condiciones de financiación de los agentes. El impacto de estos factores adversos se vio, en todo caso, amortiguado por la fortaleza del mercado de trabajo y por las medidas de apoyo presupuestario.

El fin de las restricciones sanitarias y los efectos de la crisis inflacionista marcaron la evolución de la actividad en las principales ramas de la economía. El intenso repunte de los servicios, que habían sido los sectores más afectados por las restricciones, fue el motor del crecimiento, sobre todo en la primera mitad del año. Esta reapertura de los servicios se reflejó en un dinamismo elevado del consumo privado y de las exportaciones turísticas, que se beneficiaron intensamente de la progresiva normalización de la afluencia de viajeros extranjeros. Por el contrario, las ramas manufactureras experimentaron una evolución menos favorable a medida que avanzaba el año, al verse afectadas por fuerzas contrapuestas. Por un lado, el alivio de las alteraciones en las cadenas productivas y logísticas globales apoyó la actividad de estas ramas. Pero, por otro lado, la prolongación y la intensificación del aumento de los costes energéticos y de otros bienes intermedios, que había comenzado en 2021, erosionó la actividad en algunas ramas manufactureras. En efecto, en las ramas más intensivas en energía, el aumento de costes condujo a una disminución de la producción (véase gráfico 1.2.1)⁷. Más recientemente, la intensa reducción de los precios del gas y de la electricidad habría aliviado parcialmente estas dificultades. Sin embargo, los niveles de los precios del gas siguen estando muy por encima de los observados en la primavera de 2021⁸.

La economía española se comportó en la segunda mitad del año y al inicio de 2023 mejor de lo que se anticipaba. En particular, la pérdida de dinamismo no fue tan pronunciada como sugería la evolución de los indicadores de confianza (véase gráfico 1.2.2). En todo caso, la demanda privada, tanto de consumo como de inversión, mostró un pronunciado debilitamiento al final del año, como se desarrolla en el epígrafe 1.5. En los primeros meses de 2023, ha podido observarse una cierta mejoría de la actividad, también superior a la prevista, con un crecimiento intertrimestral del PIB del 0,5 % —frente a un avance del 0,1 % en el conjunto del área del euro en el mismo período—.

⁷ Fernández Cerezo y Prades (2022).

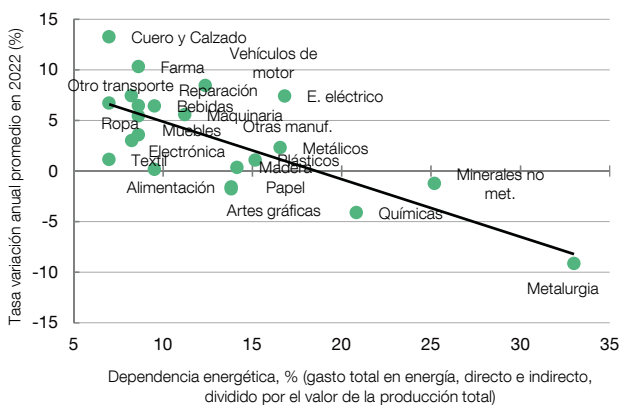
⁸ En concreto, el precio en el MIBGAS, cuyo nivel era de 17,5 euros/MWh en marzo de 2021, se sitúa en abril de 2023 en el entorno de 40 euros/MWh, tras haber alcanzado 125 euros/MWh en marzo de 2022.

Gráfico 1.2

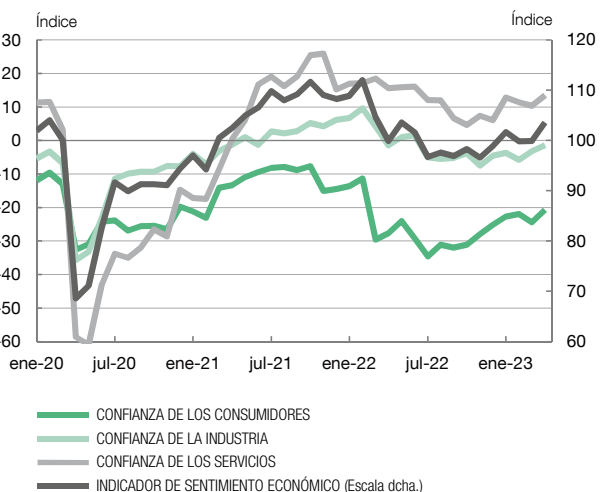
EN ESPAÑA, LA EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ESTÁ SIENDO HETEROGÉNEA POR COMPONENTES DE DEMANDA Y, SOBRE TODO, POR RAMAS PRODUCTIVAS

La reapertura de la economía impulsó en el primer semestre de 2022 los servicios de interacción social, mientras que las ramas manufactureras que utilizan intensivamente la energía se han visto penalizadas por el aumento de su coste. La incertidumbre ligada a la guerra en Ucrania, las subidas de precios y, más recientemente, los mayores costes financieros dañaron la confianza de los hogares. El PIB de España ha alcanzado prácticamente el nivel prepandemia.

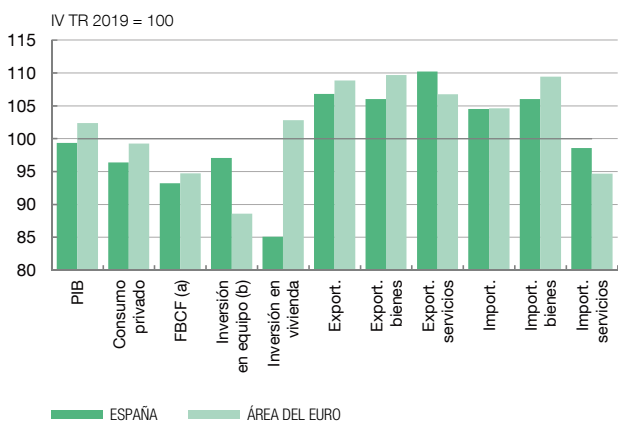
1 EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL EN 2022 Y DEPENDENCIA ENERGÉTICA POR RAMAS



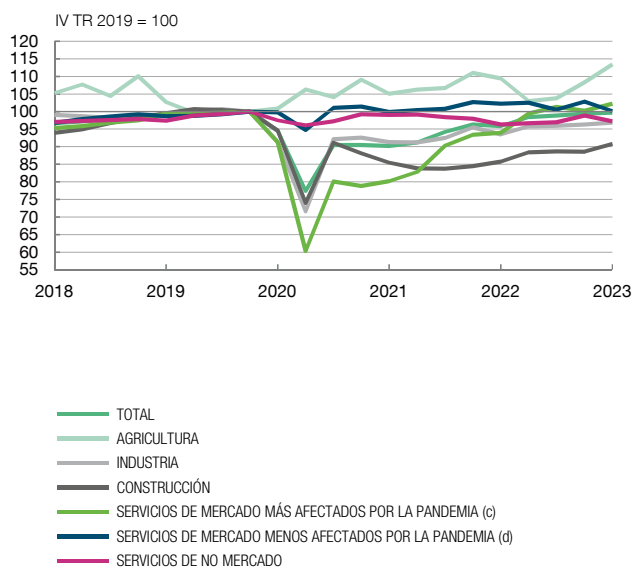
2 INDICADORES DE CONFIANZA



3 NIVEL DEL PIB Y DE LOS COMPONENTES DE DEMANDA EN EL IV TR 2022



4 EVOLUCIÓN DEL VAB, POR RAMAS DE ACTIVIDAD



FUENTES: Banco de España, Comisión Europea, Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y tablas *Inter-Country Input-Output* (ICIO-2018 OCDE).

- a Formación bruta de capital fijo.
- b Incluye los activos biológicos cultivados y los activos inmateriales.
- c Comercio, transporte y hostelería, actividades profesionales, científicas y administrativas, y actividades artísticas y recreativas.
- d Información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y actividades inmobiliarias.



En conjunto, el PIB español se sitúa un 0,2% por debajo del nivel previo a la pandemia.

En el área del euro se sitúa un 2,5% por encima. La recuperación del PIB ha sido heterogénea por componentes de demanda y por ramas de actividad. El consumo privado y, especialmente, la inversión (sobre todo, residencial) todavía permanecen por debajo de los niveles prepandemia, en contraste con las exportaciones e importaciones (véase gráfico 1.2.3). Por ramas productivas, la agricultura y los servicios ya han recuperado la actividad previa al COVID-19, al contrario que la industria y la construcción (véase gráfico 1.2.4)⁹.

La crisis inflacionista está afectando de modo desigual a distintos grupos de agentes económicos (para más detalles, véase el capítulo 4 de este Informe). El aumento del precio relativo de los bienes energéticos importados frente a los bienes de producción nacional supone una pérdida de renta. Entre los hogares, el impacto en su nivel de vida depende, entre otros factores, de sus patrones de consumo y de la respuesta de las políticas públicas. Este segundo aspecto es objeto de análisis en la última sección de este capítulo. En cuanto al primero, el peso del gasto en alimentos y en energía (que son los bienes que más se han encarecido) en el gasto total de cada hogar desempeña un papel muy relevante¹⁰. Entre las empresas, los efectos dependen de la intensidad de su consumo energético, de la flexibilidad de sus procesos productivos y de su poder de mercado. Así, el impacto ha sido especialmente elevado en las ramas manufactureras intensivas en el uso de la energía, cuyas tarifas de gas y de electricidad se han revisado rápidamente con los precios mayoristas y cuyas posibilidades de reducir su consumo energético o de sustituir su fuente de energía por otras que no se hayan encarecido tanto son más reducidas¹¹. Por otro lado, las empresas difieren en términos de sus posibilidades para trasladar los aumentos de costes a los precios de venta, lo que a su vez está relacionado con la demanda y con el entorno competitivo en el que operan¹².

El comportamiento relativamente positivo del sector exterior, el dinamismo del empleo y el impulso fiscal han constituido elementos de soporte de la actividad. Los desarrollos relativos a los intercambios comerciales con el resto del mundo son objeto de análisis en el epígrafe 6 de este capítulo, en el que se subraya la evolución relativamente favorable de la balanza por cuenta corriente, a pesar del fuerte repunte de los precios de la energía importada, gracias a la intensa recuperación del turismo internacional y al crecimiento de las exportaciones

9 Cabe destacar que la evolución de la actividad en los últimos trimestres ha hecho que las ramas de servicios que sufrieron en mayor medida la crisis sanitaria (comercio, transporte y hostelería, actividades profesionales, científicas y administrativas, y actividades artísticas y recreativas) superen ya el nivel precrisis por un margen más amplio que las que se vieron menos afectadas (información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y actividades financieras).

10 Como se desarrolla en el epígrafe 1.7, el peso de los alimentos es más elevado en el caso de los hogares de rentas más reducidas, mientras que el de los consumos energéticos es mayor en los de rentas medias-bajas (García-Miralles, 2023). Además, también ha sido relevante, en el caso español, el tipo de contrato de suministro de gas y de electricidad, de modo que aquellos hogares con tarifas que reaccionan con rapidez a la evolución de los precios en los correspondientes mercados mayoristas han sufrido un impacto mayor sobre sus rentas. Por otro lado, Basso, Dimakou and Pidkuyko (2023) muestran que los hogares de menor renta, mayor número de miembros y cuyo cabeza de familia tiene un menor nivel educativo, es varón y de elevada edad experimentan una mayor tasa de inflación.

11 Fernández Cerezo y Prades (2022) muestran cómo, en 2022, la heterogeneidad en el dinamismo de la actividad productiva de las ramas manufactureras en España se explica, en parte, por las diferencias en cuanto a la intensidad del consumo energético, al grado de exposición a la reactivación de las actividades sociales tras la pandemia y a la severidad de los problemas de escasez de suministros.

12 Menéndez y Mulino (2022) muestran que se ha observado una reducción de márgenes en las empresas más propensas a exportar, que estarían más expuestas a entornos particularmente competitivos.

de servicios no turísticos. En cuanto al empleo, medido en términos del número de horas trabajadas, ha convergido hacia los niveles previos a la pandemia, apoyado en la moderación salarial (véase gráfico 1.3.1)¹³. En 2022, la cifra total de horas trabajadas avanzó un 4,1 %, y en el primer trimestre de 2023 volvió a registrar un crecimiento elevado en tasa intertrimestral.

El crecimiento acumulado del número de personas ocupadas con respecto al nivel previo a la pandemia ha sido mayor que el de la actividad económica. La cifra de personas ocupadas se sitúa en el primer trimestre de 2023 un 2,3 % por encima del nivel prepandemia¹⁴. Además, su aumento ha superado al de las horas totales trabajadas, de modo que se ha producido un descenso de la jornada media. Las causas que explican este desarrollo son diversas. Algunas de ellas son específicas del período reciente, como el significativo aumento del empleo observado en las ramas de no mercado —que incluyen esencialmente al sector público— desde finales de 2019, donde el número medio de horas trabajadas es inferior al del resto de la economía, o el mantenimiento en 2022 de un elevado nivel de bajas por enfermedad¹⁵. Otros factores tienen un carácter más tendencial, como la evolución descendente de la jornada media en las últimas décadas, que ha venido asociada, por ejemplo, al aumento del peso del sector servicios en la economía española, al incremento de la ratio de parcialidad y al aumento de la participación femenina en el mercado de trabajo¹⁶.

El descenso reciente de la tasa de paro ha sido significativo. La fortaleza del empleo, unida al avance más modesto de la población activa, está permitiendo mantener un ritmo intenso de descenso de la tasa de paro, que en el primer trimestre de 2023 se situó en el 13,3 %. Por otra parte, la creación de empleo ha estado liderada desde comienzos de 2022 por un intenso crecimiento de la contratación indefinida —con el correspondiente descenso de la ratio de temporalidad—, un desarrollo asociado a la aprobación de la reforma laboral a finales de 2021 (para más detalles, véase el capítulo 2 de este Informe). Por sectores, el aumento del empleo se ha concentrado en el sector privado, que, con datos hasta el primer trimestre de 2023, acumula el 85 % de los empleos creados en el último año, si bien, en términos acumulados desde el inicio de la pandemia, el protagonismo del sector público en la creación de empleo es superior, con el 56 % de los casi medio millón de empleos creados desde finales de 2019.

El impulso fiscal para hacer frente a la crisis energética y a la elevada inflación ascendió al 1,4 % del PIB en 2022. No obstante, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) se redujo en 2,1 pp de PIB en 2022, hasta el 4,8 % (véase gráfico 1.3.2), como resultado de la intensa recuperación de la actividad y de los precios, y de la reducción del volumen de medidas transitorias, ya que las adoptadas para atenuar los efectos de la pandemia eran cuantitativamente mayores que las destinadas a mitigar la crisis energética. En todo caso, como se desarrolla en el capítulo 2, la situación de las finanzas públicas continúa siendo una considerable fuente de vulnerabilidad para nuestra economía.

13 Capítulo 2 de este Informe.

14 Este dato procede de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR). Las cifras desestacionalizadas de la Encuesta de Población Activa (EPA) sitúan esta brecha positiva en un nivel más elevado —del 3,7 %—.

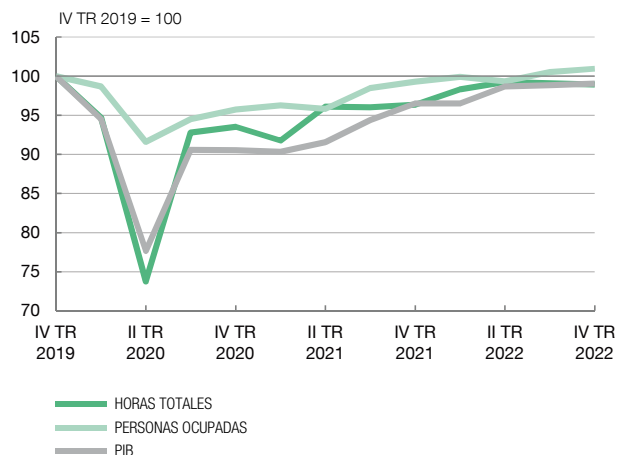
15 Hurtado e Izquierdo (2023).

16 Cuadrado (2023).

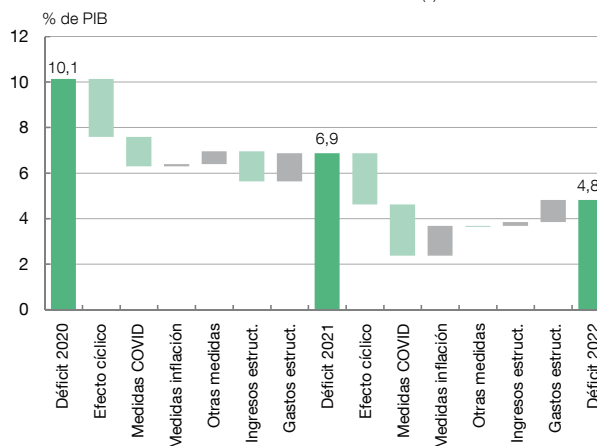
EL DINAMISMO DEL EMPLEO Y EL IMPULSO FISCAL HAN APOYADO LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

El empleo mantiene un dinamismo elevado. Las actuaciones presupuestarias han contribuido al dinamismo de la actividad, a través de las medidas contra los efectos de la crisis inflacionista. Por otro lado, el ciclo económico favorable y el fin de las medidas ligadas al COVID-19 han permitido una corrección parcial del déficit.

1 EVOLUCIÓN DEL EMPLEO Y DEL PIB DESDE 2019



2 EVOLUCIÓN DEL DÉFICIT DE LAS AAPP EN ESPAÑA (a)



FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado e Instituto Nacional de Estadística.

a Descomposición de la variación del déficit en efecto cíclico, coste presupuestario de las medidas por COVID, coste presupuestario de medidas de apoyo relacionadas con la crisis energética («medidas inflación»), coste de otras medidas temporales, e ingresos y gastos ajustados del efecto del ciclo económico (la categoría de gastos estructurales incluye también los gastos por intereses). Las barras de color verde claro y gris indican, respectivamente, una mejora y un empeoramiento del déficit público.



DESCARGAR

Las previsiones de evolución de la actividad en el horizonte 2023-2025 anticipan un cierre gradual de la brecha existente tras la pandemia entre los niveles del PIB español y el del área del euro. El producto de la economía se verá impulsado por la disminución prevista de las presiones inflacionistas —con la consiguiente recuperación de la confianza y de las rentas reales de los agentes—, el final de las alteraciones que aún persisten en las cadenas de aprovisionamiento global y la intensificación del despliegue de los fondos vinculados al programa NGEU¹⁷. En sentido contrario operará de manera creciente el impacto del endurecimiento de la política monetaria.

En todo caso, la incertidumbre es elevada y persistente, y existen riesgos de que se materialicen escenarios menos positivos. Entre las principales fuentes de incertidumbre destaca la posibilidad de que se produzcan nuevos episodios de inestabilidad geopolítica global, quizás acompañados por nuevas alzas de los precios de la energía. También existe una considerable incertidumbre acerca del ritmo de descenso de la inflación no energética, que dependerá de aspectos como la fortaleza de la demanda, la emergencia de efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación vía márgenes o salarios, y el grado de

17 Banco de España (2023a).

tensionamiento necesario de la política monetaria —cuyo impacto sobre la vulnerabilidad financiera de hogares y de empresas, sobre sus decisiones de consumo e inversión, y sobre el conjunto de la demanda agregada es, asimismo, muy incierto—. Las posibles tensiones financieras que puedan derivarse del proceso —muy rápido, intenso y sincronizado a escala global— de endurecimiento de la política monetaria constituyen otra fuente de incertidumbre, especialmente después de las turbulencias financieras que se observaron el pasado marzo. Además, en el ámbito interno subsisten incertidumbres acerca de la posible contribución al consumo privado del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia, y en torno al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU y a su capacidad para incrementar el crecimiento potencial de la economía.

4 La desaceleración de los precios energéticos en España ha permitido una reducción significativa de la inflación en los últimos meses, pero el componente subyacente se mantiene elevado

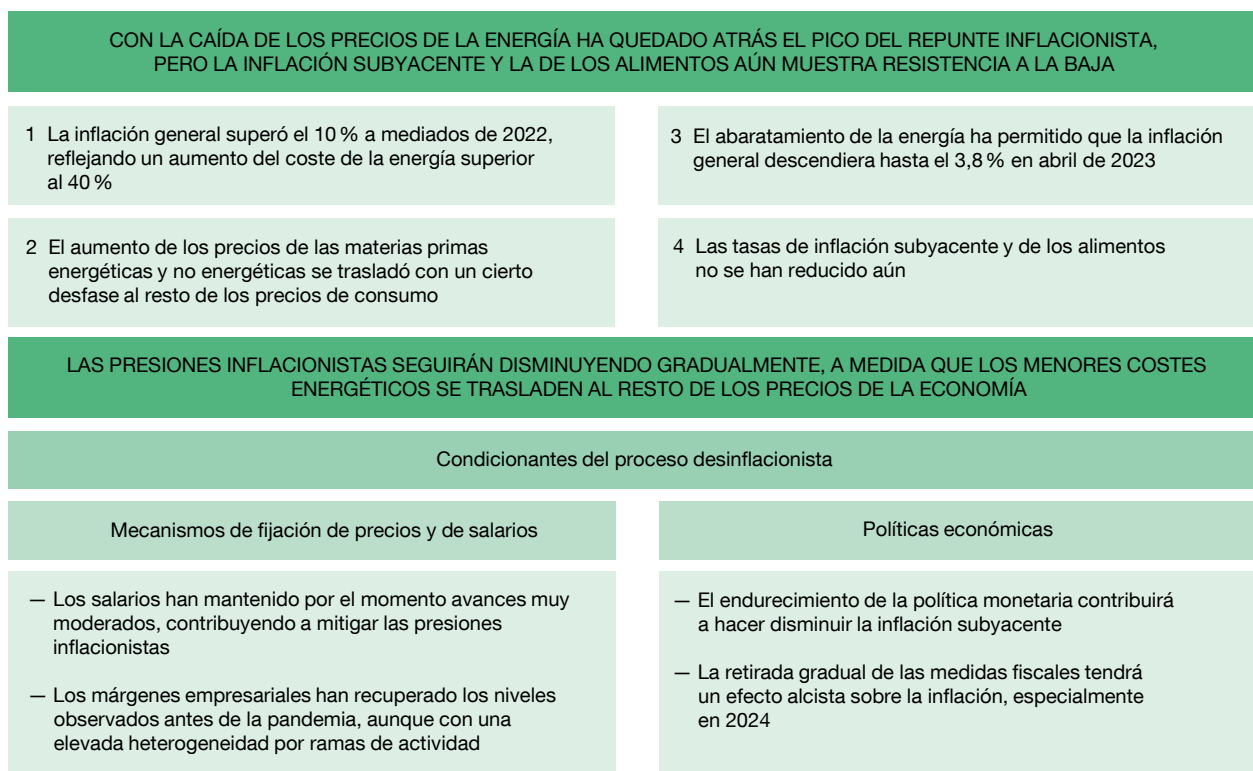
La tasa de variación de los precios de consumo alcanzó un máximo en el verano de 2022 y ha comenzado a descender desde entonces (véase esquema 1.2). En julio de 2022, el crecimiento interanual del IAPC alcanzó el 10,7 %, lo que supone su nivel más elevado desde 1984, antes de iniciar un fuerte descenso hasta el 3,1 % en marzo de 2023 (véase gráfico 1.4.1)¹⁸. La inflación general se vio impulsada, principalmente, por el componente energético, cuyo fuerte repunte, iniciado en la primavera de 2021, se vio acrecentado un año más tarde por las consecuencias de la guerra en Ucrania. En particular, entre los bienes energéticos, el encarecimiento fue muy pronunciado en el caso del gas, cuyo precio condiciona de forma muy significativa el precio de la electricidad¹⁹. Sin embargo, a partir del ecuador de 2022, el abaratamiento del gas y, en menor medida, del petróleo permitió que la tasa de variación del componente energético, que había alcanzado el 40,9 % en julio de 2022, comenzara a descender con rapidez²⁰. Más recientemente, la caída de la inflación interanual de los bienes energéticos se ha visto favorecida adicionalmente por un potente efecto base (al compararse los niveles actuales de precios con los de un año antes, cuando ya se había observado un fuerte aumento de estos). Como resultado, la inflación de este componente se situó en el -25,5 % en marzo de 2023. Adicionalmente, la depreciación del tipo de cambio del euro en la primera mitad del año pasado —en particular frente al dólar, divisa en la que está denominado el grueso de las transacciones internacionales de materias primas— contribuyó al encarecimiento no solo de los productos energéticos, sino también del resto de los bienes de consumo importados. En los últimos meses, la apreciación del euro ha facilitado, en cambio, la desaceleración de los precios de los bienes importados.

18 De acuerdo con el indicador adelantado del IAPC, esta tasa repuntó hasta el 3,8 % en abril.

19 Pacce, Sánchez y Suárez-Varela (2021).

20 El retroceso de los precios del gas natural se ha debido, entre otros factores, a las medidas de ahorro en su consumo impulsadas por la Unión Europea (UE) y a las temperaturas suaves del último invierno, según se puede constatar en [Comisión Europea \(2022a\)](#) y en [Comisión Europea \(2022b\)](#). Estos factores han permitido que en los primeros meses de 2023 se haya alcanzado el nivel más elevado de existencias de esta materia prima desde 2017.

EL REPUNTE INFLACIONISTA EN 2022 Y LA POSTERIOR DESACELERACIÓN DE LOS PRECIOS



FUENTE: Banco de España.

El repunte de la inflación se ha visto mitigado por las medidas desplegadas por las autoridades desde mediados de 2021. Como se detalla en el epígrafe 1.7 y en el recuadro 1.1, se estima que dichas medidas habrían reducido la tasa de crecimiento del IAPC en 0,8 puntos porcentuales (pp) y 2,3 pp en 2021 y 2022, respectivamente. Asimismo, de acuerdo con el período de vigencia de las medidas aprobado actualmente, su retirada progresiva tendrá un efecto de signo contrario sobre las tasas de inflación de 2023 y 2024 de 0,3 pp y 1,6 pp, respectivamente. En 2022, las medidas cuya contribución a la contención de la inflación fue más elevada fueron la reducción de los tipos del IVA de la electricidad y del gas, el mecanismo del tope al precio del gas para la generación eléctrica y los descuentos aplicados en los precios de los carburantes²¹. Por su parte, las medidas con un efecto esperado más grande en 2023 son las subvenciones al transporte público y la reducción del IVA de los alimentos básicos²².

Tanto el ascenso inicial de la inflación energética como su descenso posterior han sido considerablemente más rápidos e intensos en España que en el área del euro. La

21 Pacce y Sánchez (2022).

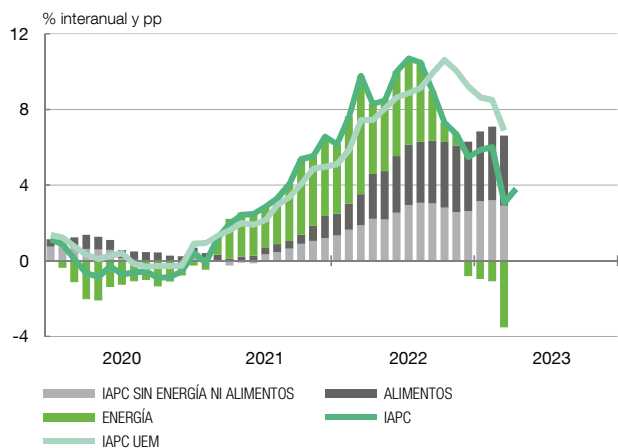
22 Ficha 20 en Banco de España (2023a).

Gráfico 1.4

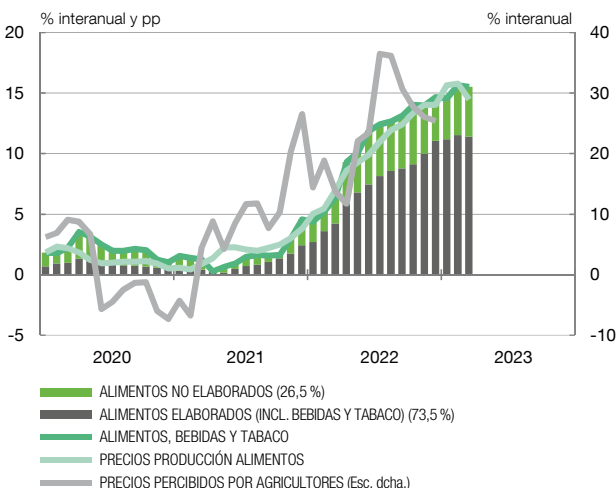
LA INFLACIÓN NO ENERGÉTICA SIGUE SIENDO MUY ELEVADA A PESAR DE LA CAÍDA DE LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA

Entre los componentes del IAPC, a la escalada de los precios energéticos se unió el repunte de los precios de los alimentos, filtrándose posteriormente las presiones inflacionistas al componente subyacente de la inflación. Desde mediados de 2022, la inflación energética ha descendido con rapidez, pero las tasas del resto de los componentes no han flexionado a la baja.

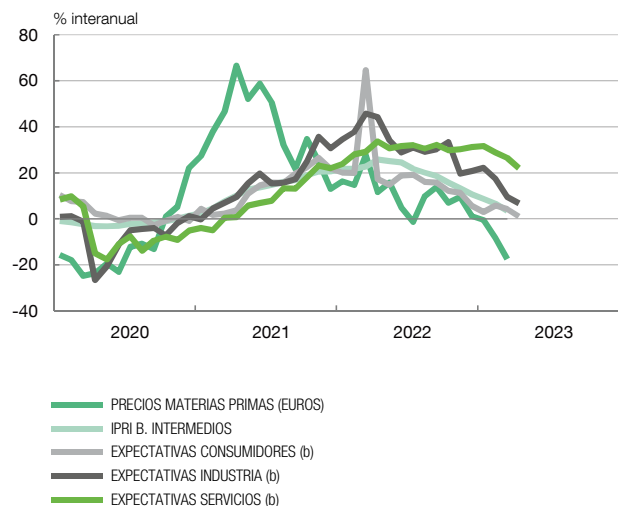
1 IAPC Y CONTRIBUCIONES



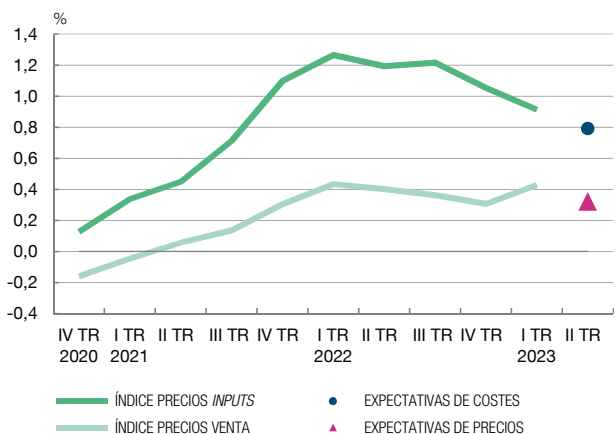
2 IAPC DE ALIMENTOS, BEBIDAS Y TABACO: TASAS Y CONTRIBUCIONES (a)



3 PRESIONES DE COSTES Y EXPECTATIVAS DE PRECIOS



4 PRECIOS Y COSTES DE LAS EMPRESAS (c)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Eurostat, Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Comisión Europea y Banco de España.

- a Entre paréntesis figura el peso en 2023 de cada componente en el IAPC de alimentos, bebidas y tabaco.
- b Encuestas de empresarios y consumidores de la Comisión Europea.
- c Resultados de la encuesta del Banco de España sobre la actividad empresarial (EBAE). Los índices de precios y de costes se construyen asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2; aumento leve = 1; estabilidad = 0; descenso leve = -1; descenso significativo = -2.



manera con la que se trasladan en España las perturbaciones en los precios mayoristas de la electricidad a los precios de consumo minoristas explica, en buena medida, este comportamiento diferencial²³. Esta evolución se ha traducido en que, en marzo de 2022 y

23 Pacce, Sánchez y Suárez-Varela (2021).

marzo de 2023, se hayan alcanzado, respectivamente, el máximo y el mínimo histórico del diferencial de la inflación entre España y el área del euro desde que hay registros.

La escalada inicial de los precios de la energía se ha trasladado tanto a los precios de consumo de los alimentos como a los del componente subyacente de la cesta del IAPC —esto es, los bienes industriales no energéticos y los servicios—. Esta traslación se ha producido con cierto retardo, pero, a tenor de la evidencia disponible, con mayor intensidad que en otros episodios anteriores²⁴. Por otra parte, la guerra ha motivado el encarecimiento de algunas materias primas agrícolas, al dificultar su producción y comercio internacional. A esta alza (véase gráfico 1.4.2) han contribuido también otros factores, como el reducido nivel de precipitaciones en diversas regiones mundiales²⁵. El aumento de la inflación subyacente tiene su origen en el incremento de otros insumos productivos y en algunos desacoplamientos entre oferta y demanda tras la pandemia²⁶.

A diferencia de la energética, la inflación subyacente y la de los alimentos se mantienen elevadas. En conjunto, la inflación subyacente —sin energía ni alimentos— se situó en el 4,6 % en marzo, tras alcanzar un máximo del 5,2 % en febrero. La inflación en los servicios se situó en marzo algo por debajo del pico alcanzado en el pasado verano. Inicialmente, la reapertura plena de la actividad en estas ramas productivas condujo a la aceleración de sus precios, pero el abaratamiento de la energía y del transporte y el crecimiento moderado de los costes laborales unitarios han favorecido su incipiente ralentización posterior²⁷. Por su parte, la tasa de inflación de los bienes industriales no energéticos se desaceleró en marzo de 2023. Cabe esperar que esta ralentización se confirme en el futuro próximo, dada la normalización de la composición de la demanda de los hogares (hacia un mayor consumo de servicios, en detrimento de los bienes), el alivio de los cuellos de botella y el retroceso de los precios de determinadas materias primas. Algunos de estos factores contribuirán también a ralentizar el crecimiento de los precios de los alimentos, pero, muy probablemente, el reducido régimen de precipitaciones y las elevadas temperaturas medias moderen estos desarrollos.

Una proporción muy elevada de productos siguen mostrando tasas de inflación muy altas. Si se consideran las 129 subclases del IAPC sin energía ni alimentos, el porcentaje de las que presentan tasas de inflación superiores al 4 % ha tendido a estabilizarse en el 45 % desde julio de 2022, pero no ha comenzado aún a reducirse²⁸.

Se observan algunas señales de moderación de las alzas de precios en los estadios iniciales de los procesos productivos. En primer lugar, se ha observado una moderación de los precios de las materias primas (véase gráfico 1.4.3), tanto energéticas como no

24 [González-Mínguez, Hurtado, Leiva-León y Urtasun \(2022\)](#).

25 [Borralló, Cuadro-Sáez, Pacce y Sánchez \(2023\)](#) describen de forma más detallada los diversos factores que explican el encarecimiento de los alimentos.

26 [Pacce, del Río y Sánchez \(2022\)](#).

27 Esta modesta desaceleración de los precios de los servicios obedece, en parte, a las medidas gubernamentales de subvención al transporte público.

28 En términos de su peso en la cesta de consumo, las partidas cuyos precios crecen a un ritmo superior al 4 % representan, en marzo de 2023, el 52 % del total, una cifra muy superior al 17 % que suponían en enero de 2022.

energéticas. En segundo lugar, el crecimiento de los precios de producción industrial de bienes intermedios no energéticos se ha desacelerado significativamente (desde las tasas superiores al 25 % en la primavera de 2022 hasta el 3,5 % en marzo de 2023). Además, los resultados más recientes de la encuesta del Banco de España sobre la actividad empresarial (EBAE) muestran cómo se están reduciendo tanto la proporción de empresas que afirman estar percibiendo un aumento en los precios de sus *inputs* (véase gráfico 1.4.4) como la de aquellas que esperan nuevos aumentos de las presiones de costes en el futuro²⁹. En cuarto lugar, las expectativas de los agentes económicos acerca de la evolución futura de los precios han flexionado a la baja significativamente desde mediados de 2022, de acuerdo con las encuestas de confianza de la Comisión Europea. Por último, cabe esperar que el tensionamiento de las condiciones financieras (incluida la apreciación reciente del tipo de cambio del euro) contribuya cada vez en mayor medida a alimentar una disminución de la inflación subyacente.

El deflactor de la demanda final comenzó a desacelerarse en el último trimestre de 2022³⁰. Entre mediados de 2021 y el tercer trimestre de 2022, el *shock* de precios de las materias primas energéticas se tradujo en un incremento muy pronunciado de las presiones externas de precios, medidas por el deflactor de las importaciones. Esta evolución explicó la mayor parte de la escalada del deflactor de la demanda final (véase gráfico 1.5.1). Más recientemente, la ralentización del deflactor de la demanda final refleja tan solo la moderación del crecimiento del deflactor de las importaciones, debida al abaratamiento de los productos energéticos, mientras que el deflactor del valor añadido ha seguido acelerándose³¹.

Desde la perspectiva de los costes, la contribución reciente al crecimiento del deflactor del valor añadido del excedente unitario ha sido mayor que la de los costes laborales unitarios (CLU). El ritmo de avance del deflactor del valor añadido (que, como se ha dicho, es una medida de los precios de los bienes y servicios producidos en nuestro país) combina los crecimientos de la retribución de los factores trabajo y capital a través de los costes laborales y el excedente bruto de explotación (EBE), en ambos casos expresados en términos de cada unidad producida. En tasa interanual, el crecimiento del EBE unitario en 2022 y en el primer trimestre de 2023 ha sido mucho mayor que el de los CLU. Con una perspectiva temporal más amplia, dado que al inicio de la pandemia la evolución fue justamente la opuesta, el incremento acumulado entre finales de 2019 y el primer trimestre de 2023 del EBE unitario ha sido solo ligeramente superior al de los CLU (véase gráfico 1.5.2).

La recuperación de los márgenes empresariales, medidos por el cociente entre el EBE y el valor añadido bruto (VAB) de las sociedades no financieras, ha continuado en los

29 [Fernández Cerezo e Izquierdo \(2023\)](#).

30 La evolución del deflactor de la demanda final sintetiza la trayectoria de los precios de los bienes y servicios demandados para su consumo e inversión en España y para la exportación al resto del mundo. Este deflactor se construye a partir de la agregación, con las correspondientes ponderaciones, de los precios de los bienes y servicios que proceden del resto del mundo y de los producidos en España (medidos, respectivamente, a través de los deflatores de las importaciones y del valor añadido).

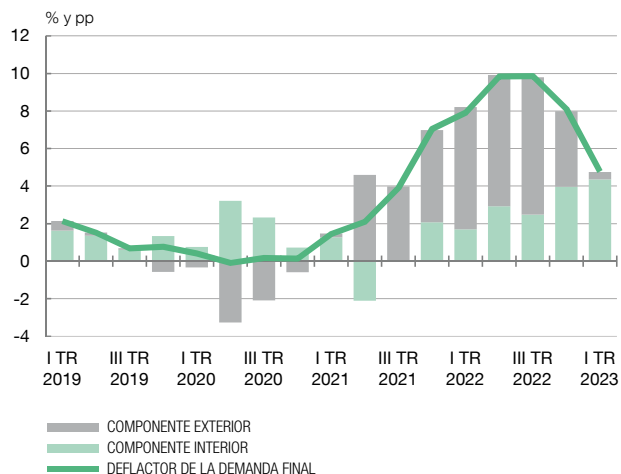
31 No obstante, el crecimiento de los precios de los bienes y servicios adquiridos en el exterior sigue siendo más elevado que el de los producidos en España.

Gráfico 1.5

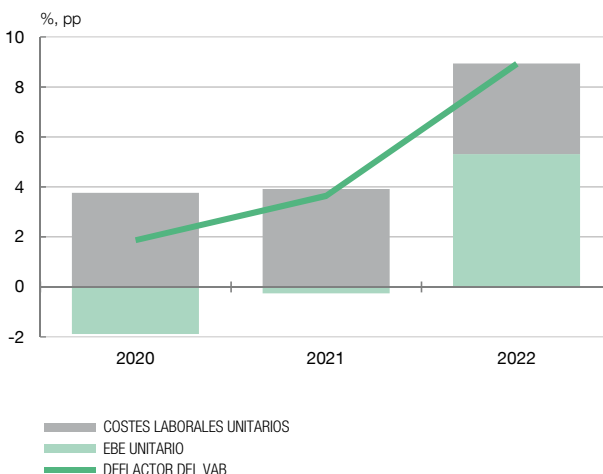
LA ELEVADA INFLACIÓN IMPORTADA HA DADO LUGAR A UN REPUNTE DE LA INFLACIÓN DE LA PRODUCCIÓN INTERIOR, PERO EL COMPORTAMIENTO DE LOS COSTES SIGUE SIENDO CONTENIDO

Las tasas de variación de los precios de la demanda final siguen siendo muy altas, pero, en paralelo a la reducción de la contribución del componente importado, aumenta la de la producción interior. Desde la perspectiva de los costes, los CLU y el excedente unitario se sitúan en torno a los niveles precrisis.

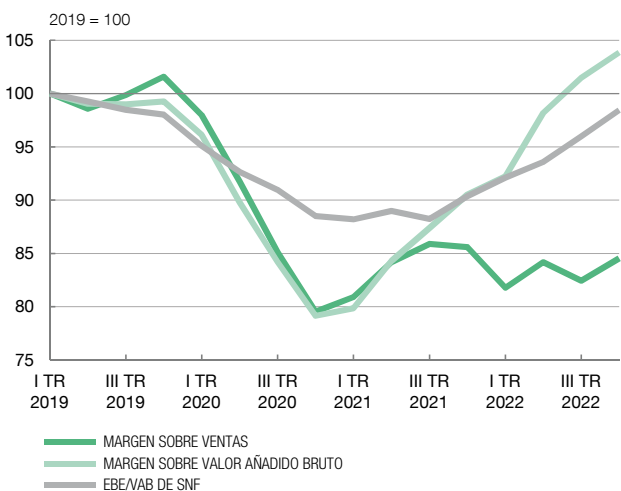
1 EVOLUCIÓN DEL DEFLACTOR DE LA DEMANDA FINAL TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL Y CONTRIBUCIONES (a)



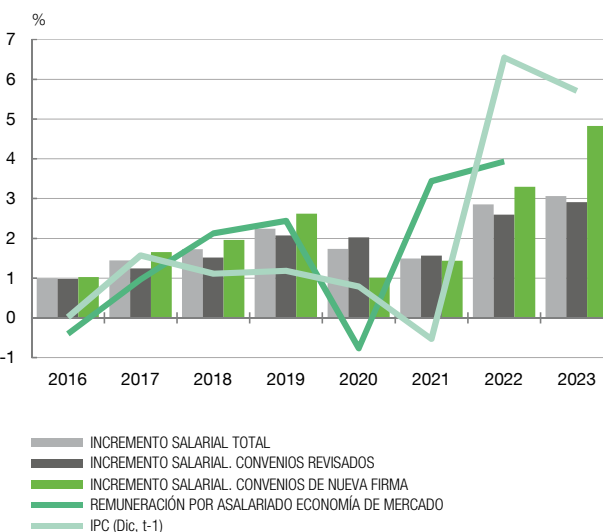
2 DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO BRUTO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO TASA DE CRECIMIENTO ACUMULADA DESDE 2019 Y CONTRIBUCIONES



3 EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS (b)



4 EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS (c)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Trabajo y Economía Social.

- a La contribución del componente exterior e interior al crecimiento interanual del deflactor de la demanda final es una aproximación.
- b El margen sobre ventas se define como el cociente entre el REB y el importe neto de la cifra de negocios. El margen sobre el VAB, por su parte, se define como el cociente entre el REB (resultado económico bruto) y el VAB. Para los dos se utilizan datos de la Central de Balances del Banco de España (CBT). Para la ratio de sociedades no financieras (SNF) se usan datos de las cuentas no financieras de los sectores institucionales. Datos acumulados de cuatro trimestres.
- c Los datos de 2023 se refieren a los convenios registrados hasta marzo.



últimos trimestres, hasta alcanzar cotas similares a las previas a la pandemia. Esta ratio, que descendió al inicio de la crisis del COVID-19, ha aumentado de forma sostenida desde entonces, de acuerdo tanto con la información de las cuentas no financieras de los sectores institucionales como con la obtenida a partir de la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España, hasta superar el nivel prepandemia en 2022 (véase gráfico 1.5.3). No obstante, se observa una elevada heterogeneidad por sectores y tipos de empresa. El ascenso del margen sobre el VAB en 2022 habría sido compatible con una evolución ligeramente contractiva, desde el último trimestre de 2021, del margen sobre ventas, que lo mantiene claramente por debajo de los niveles de 2019. Este indicador refleja que la traslación de costes está siendo, en términos agregados, parcial.

A pesar del pronunciado aumento de los precios de consumo, los incrementos salariales están siendo moderados, lo que ha dado como resultado una caída significativa de los salarios reales. El crecimiento de los salarios pactados en convenio alcanzó un 2,7 % en 2022 (véase gráfico 1.5.4). Además, el impacto de las cláusulas de salvaguarda salarial también fue reducido el año pasado (de unos 0,2 pp). Ello obedeció, fundamentalmente, a dos razones: su presencia en una proporción modesta de convenios (inferior al 20 %) y la existencia de diferentes condiciones y umbrales de aplicación que limitan su impacto sobre los costes laborales³². En conjunto, la remuneración por asalariado creció un 3,2 % en 2022, muy por debajo de la inflación. En los convenios colectivos ya registrados para 2023, los aumentos acordados han repuntado, aunque de forma moderada por el momento, hasta el 3,1 % en marzo. No obstante, los incrementos pactados para este año son significativamente mayores en los acuerdos alcanzados en la parte transcurrida de este (4,8 %) que en los firmados con anterioridad (2,9 %)³³.

La contención de los márgenes empresariales y la moderación de los costes laborales serán esenciales para evitar la aparición de efectos de segunda ronda significativos sobre la inflación. El surgimiento de fenómenos de realimentación de incrementos de precios y costes exacerbaría las actuales presiones inflacionistas, con consecuencias negativas para la competitividad de la economía, que redundarían en pérdidas de empleo y de producto. Por eso, sería deseable que, en el marco del diálogo social, los agentes pactaran un reparto entre empresas y trabajadores de la pérdida de renta provocada por el encarecimiento de las materias primas importadas³⁴. A fecha de cierre de este Informe, los agentes sociales de nuestro país parecen haber alcanzado un preacuerdo que podría servir de base para definir este pacto de rentas en el marco del Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva.

Se espera que la inflación no energética se desacelere gradualmente en el horizonte temporal 2023-2025. Estas previsiones se sustentan en la desaparición de las distorsiones que todavía persisten en las cadenas globales de suministro, en el impacto gradual del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda, en la progresiva traslación de las

32 [Izquierdo y Herrera \(2022\)](#).

33 Los convenios de nueva firma registrados hasta marzo afectan, todavía, a una cifra relativamente reducida de trabajadores (algo más de medio millón).

34 [Hernández de Cos \(2022\)](#) describe con detalle los principios generales que se han de tener en cuenta a la hora de diseñar este pacto de rentas.

reducciones recientes de los costes energéticos a los precios del resto de los bienes y servicios, y en los efectos de la apreciación del euro desde el pasado otoño. En todo caso, estas proyecciones descansan sobre dos supuestos cruciales. Primero, que la transmisión de las alzas pasadas de costes está próxima a culminarse y que, en los próximos meses, comenzará a prevalecer la traslación de las bajadas recientes. Segundo, que, en línea con la evidencia disponible hasta la fecha, no se producirán a lo largo del horizonte de proyección efectos de segunda vuelta significativos que puedan desencadenar fenómenos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas.

5 La inflación y el endurecimiento de las condiciones financieras provocaron un debilitamiento del consumo y de la inversión en la segunda mitad de 2022

La disminución del poder adquisitivo de las rentas de los hogares y la subida de los tipos de interés han venido limitando el avance del consumo privado. En efecto, estos factores han incidido negativamente sobre la capacidad de gasto de las familias —especialmente en el caso de las endeudadas a un tipo de interés variable—, que han venido reduciendo su tasa de ahorro en los últimos meses. De hecho, en la segunda mitad de 2022 la tasa de ahorro de los hogares se situó por debajo de los niveles prepandemia. No obstante, en términos agregados, esta reducción del ahorro ha sido insuficiente para sostener el consumo, que registró un descenso notable en el último trimestre de 2022 y se prolongó en el primer trimestre de 2023³⁵.

Casi el 45% del abultado ahorro extraordinario acumulado durante la pandemia se mantiene en depósitos bancarios, pero es probable que estos recursos no proporcionen un impulso significativo al consumo. Los hogares han canalizado, desde 2021, una proporción creciente de su exceso de ahorro a la inversión en activos no financieros —principalmente, vivienda— y, más recientemente, a la amortización de deudas hipotecarias contraídas con anterioridad (véase gráfico 1.6.1). No obstante, según las estimaciones del Banco de España, casi la mitad del ahorro extraordinario acumulado durante la pandemia se mantiene en efectivo y en depósitos y, por tanto, estaría disponible para el gasto de forma inmediata³⁶. A pesar de ello, el soporte que estos recursos puedan proporcionar en el futuro al consumo será, previsiblemente, limitado. La razón es que la mayor parte de este ahorro extraordinario fue acumulado por los hogares con rentas más elevadas, que tienen una menor propensión marginal al consumo y un mayor margen para amortiguar, con cargo a sus rentas corrientes, el impacto sobre el consumo de los aumentos en los precios y en los tipos de interés^{37,38}.

35 Mientras que a principios de 2021 el valor real de los activos financieros era un 12% superior al de finales de 2019, al cierre de 2022 esta brecha se habría reducido hasta valores algo inferiores al 4%.

36 Alves y Martínez-Carrascal (2023).

37 En concreto, los dos quintiles superiores de la distribución de la renta explican casi el 70% del aumento observado en 2020 en la tasa de ahorro agregada.

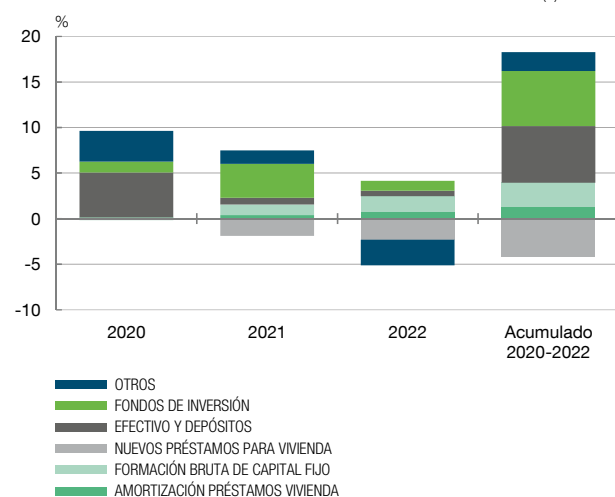
38 Además, el repunte de los tipos de interés podría incentivar una mayor utilización de estos recursos para la amortización de préstamos a tipo variable y para inversiones financieras, en lugar de para el consumo.

Gráfico 1.6

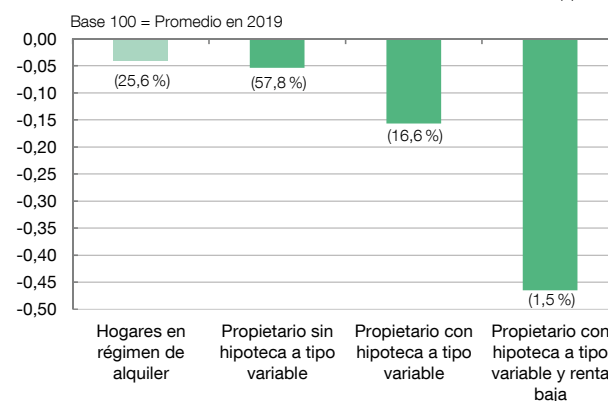
EL AVANCE DEL CONSUMO Y DE LA INVERSIÓN SE HA VISTO LASTRADO POR LA INFLACIÓN Y POR EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES FINANCIERAS

El repunte de los precios y el endurecimiento de las condiciones de financiación han incidido negativamente sobre el consumo. En este contexto tan adverso, el ahorro extraordinario acumulado por los hogares durante la pandemia apenas ha proporcionado soporte a este componente de la demanda.

1 EXCESO DE AHORRO ACUMULADO DURANTE LA PANDEMIA Y FLUJOS DE AHORRO E INVERSIÓN EN EXCESO DE LO OBSERVADO EN 2019 (a)



2 IMPACTO DE CAMBIOS EN LAS EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS HIPOTECARIOS SOBRE EL CRECIMIENTO ESPERADO DEL CONSUMO (b)



FUENTES: Banco de España, Consumer Expectations Survey e Instituto Nacional de Estadística.

- a El exceso de ahorro se calcula como el flujo de ahorro (en relación con la renta bruta disponible), en exceso del observado en 2019. Los flujos de ahorro y de inversión recogen también el importe canalizado hacia los distintos activos y pasivos por encima de lo observado en 2019. La partida Otros aglutina los flujos canalizados hacia activos y pasivos no presentados en el gráfico, así como las discrepancias estadísticas entre la cuenta financiera y la cuenta de capital, las transferencias netas de capital y las adquisiciones netas de activos no producidos.
- b Impacto esperado sobre el consumo en función de la senda de tipos esperada. En la estimación se controla por los cambios esperados en el nivel de ingresos y se incluyen efectos fijos a nivel de hogar. Errores estándar agrupados a nivel de hogar y tiempo. Para los hogares en régimen de alquiler, el impacto esperado de variaciones en los tipos de interés sobre el crecimiento del consumo se estima con mayor imprecisión y resulta no significativo. Entre paréntesis se presenta la proporción de hogares sobre el total poblacional que están en cada uno de los grupos recogidos en el gráfico.



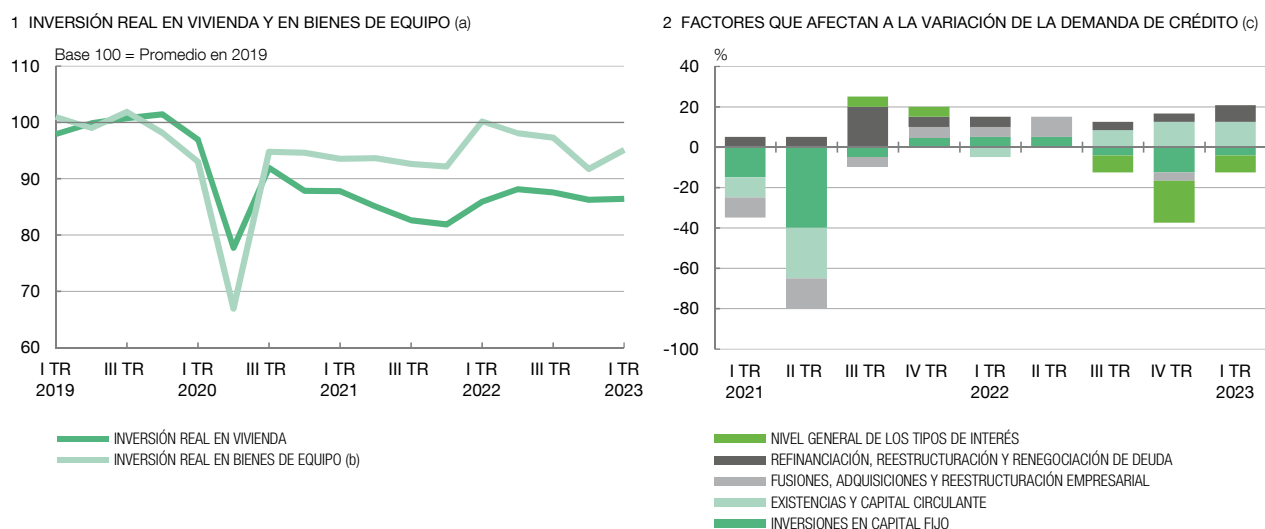
El endurecimiento de las condiciones financieras está afectando de forma heterogénea al consumo de los distintos grupos de hogares. En concreto, la información procedente de encuestas (véase gráfico 1.6.2) indica que, dadas las expectativas de subidas en los tipos de interés hipotecarios, los hogares endeudados a tipo de interés variable proyectan, en comparación con otros grupos, reducir en mayor medida su consumo. Este fenómeno es especialmente intenso para los hogares endeudados de rentas bajas, que, además, suelen presentar mayores cargas financieras, restricciones de liquidez más acusadas y un mayor recurso al crédito para consumo.

La inversión en vivienda ha experimentado también una notable debilidad recientemente (véase gráfico 1.7.1). Ello obedeció a la pérdida progresiva de poder adquisitivo de los hogares, a la elevada incertidumbre, al encarecimiento gradual del crédito bancario y al aumento de las dificultades para acceder a aquel. Las compraventas de vivienda y los flujos de financiación hipotecaria han descendido desde el segundo trimestre de 2022, en tanto que las viviendas iniciadas permanecen en la actualidad en niveles históricamente reducidos. En consonancia

Gráfico 1.7

LA INVERSIÓN, QUE SE HABÍA DESACELERADO EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES, PERMANECE DÉBIL EN LOS INICIOS DE 2023

La inversión en vivienda continúa mostrando un tono débil: las compraventas de viviendas han descendido desde mediados de 2022 y la oferta permanece en niveles históricamente reducidos. Tanto la inversión en vivienda como la inversión empresarial, en particular, la destinada a bienes de equipo, han acusado el encarecimiento y la menor disponibilidad de financiación.



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a Series ajustadas de estacionalidad y efectos calendario.
b Formación bruta de capital fijo en bienes de equipo, maquinaria y recursos biológicos cultivados.
c Porcentaje de entidades que señalan que el factor ha contribuido considerablemente a incrementar la demanda $\times 1 +$ porcentaje de entidades que señalan que ha contribuido en cierta medida a aumentar la demanda $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que señalan que ha contribuido en cierta medida a reducir la demanda $\times 1/2 -$ porcentaje de entidades que señalan que ha contribuido considerablemente a reducir la demanda $\times 1$. Datos procedentes de la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB) del Banco de España.



con estos desarrollos, el crecimiento del precio de la vivienda se ha ralentizado desde el segundo trimestre de 2022. Esta moderación del precio de la vivienda está siendo menos intensa que en otras grandes economías europeas, cuyos precios habían avanzado con más fuerza en los últimos años. La escasez de mano de obra especializada y los aumentos de los costes de los materiales de construcción ayudan a explicar simultáneamente el escaso dinamismo de la obra nueva y la aparente resistencia a la baja de los precios³⁹.

La inversión productiva privada ha mostrado una notable pérdida de fortaleza desde la primavera de 2022 (véase gráfico 1.7.1). La inversión empresarial se ha visto también afectada por el contexto adverso descrito⁴⁰. Ello se está reflejando, desde mediados de 2022, en una desaceleración de la financiación externa de las empresas y, en particular, de la demanda de crédito para inversión, que, como muestra la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, en los últimos trimestres se ha visto lastrada por el repunte de los tipos de interés. En cambio, el crédito que financia el capital circulante ha mostrado una mayor fortaleza, posiblemente como reflejo del

39 San Juan (2023).

40 Aguilar, Ghirelli y Jiménez-García (2023) contiene evidencia acerca de la importancia relativa de estos factores. En todo caso, el deterioro de las condiciones financieras y la incertidumbre tienen, en parte, efectos desfasados que operan en 2023.

aumento del coste de las materias primas (véase gráfico 1.7.2). En todo caso, el desempeño de la inversión privada desde el inicio de la pandemia ha sido notablemente más favorable que el observado tras la crisis financiera global.

Por componentes, tanto la inversión en maquinaria como la inversión en equipo de transporte mostraron un perfil de desaceleración a partir de la primavera de 2022.

En todo caso, la inversión en maquinaria se mantiene por encima de los niveles previos a la pandemia y, además, habría recuperado vigor en los primeros meses de 2023. En contraposición, la orientada a equipo de transporte se sitúa muy por debajo de los registros previos a la crisis sanitaria, y habría prolongado la senda descendente de trimestres anteriores en los primeros meses de 2023. Por otra parte, de acuerdo con la EBAE, la formación bruta de capital fijo habría presentado una evolución comparativamente más favorable en las empresas de mayor dimensión.

Por último, aunque el gasto público relacionado con el programa NGEU aumentó en 2022, lo hizo de forma relativamente modesta, por lo que su impacto sobre el gasto de los agentes finales sigue siendo limitado.

En concreto, la información procedente de convocatorias y adjudicaciones bajo el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia sugiere que el volumen de concesiones habría ascendido en 2022 aproximadamente al 0,8 % del PIB. De cara al futuro, cabe esperar que el despliegue progresivo de los Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica (PERTE) permita un mayor impulso de la inversión privada en 2023⁴¹.

6 El sector exterior constituyó un importante soporte para el crecimiento del producto

La evolución reciente del sector exterior de la economía española ha sido relativamente positiva. En primer lugar, la demanda exterior neta presentó en 2022 una contribución elevada —de 2,4 pp— al crecimiento del PIB, gracias, principalmente, a la fortaleza de las exportaciones de servicios. En segundo lugar, en el pasado año se produjeron moderadas ganancias de competitividad, que contrarrestaron las pérdidas que se habían producido desde el inicio de la pandemia. Por último, desde la perspectiva de los intercambios nominales, aunque el superávit de la balanza de bienes y servicios disminuyó en un 0,1 % del PIB en 2022, ello contrasta con los empeoramientos mucho más severos observados en las restantes economías de mayor tamaño del área del euro.

Por lo que respecta a los flujos reales, destaca el dinamismo de las exportaciones de servicios, especialmente por lo que hace referencia al turismo internacional. Los flujos de turistas experimentaron una notable reactivación a lo largo del pasado año, una vez eliminadas las restricciones a la movilidad. No obstante, en los primeros meses de 2023 la

⁴¹ Hasta la fecha se han autorizado un total de 12 PERTE. A través de esta figura, los recursos públicos complementan las iniciativas privadas de inversión en sectores considerados estratégicos.

cifra total de visitantes extranjeros continúa estando situada ligeramente por debajo de la que se registraba en las mismas fechas de 2019. La reactivación tras la pandemia muestra algunos cambios positivos en la composición de los flujos de turistas, que han experimentado una cierta reorientación hacia segmentos con un mayor poder adquisitivo, como se desprende del incremento del peso relativo de los alojamientos de categoría más elevada dentro del total de pernoctaciones hoteleras⁴². Este desarrollo ha contribuido, junto con el elevado ritmo de aumento de los precios del sector, a que los ingresos por este concepto hayan seguido una trayectoria alcista, en términos nominales, que los sitúa a principios de 2023 claramente por encima de su nivel previo a la pandemia.

Las exportaciones de servicios no turísticos también están mostrando un comportamiento muy expansivo. La evolución reciente de este componente de la demanda está prorrogando uno de los rasgos más destacados de la evolución de la economía española desde la crisis financiera global. Por tipo de actividad, destaca el ascenso de las exportaciones de transporte, servicios empresariales y telecomunicaciones, informática e información. Entre los factores que explican estos desarrollos favorables se encuentran la internacionalización del tejido empresarial español, su creciente digitalización y, en el caso de los servicios de transporte, la normalización de las llegadas de turistas extranjeros (véase gráfico 1.8.1). Las importaciones de servicios, tanto turísticos como no turísticos, también mostraron un comportamiento muy dinámico en el conjunto del año, pero menos pronunciado que en el caso de las exportaciones.

Por el contrario, el crecimiento reciente de los flujos comerciales de bienes ha sido mucho más moderado, sobre todo por lo que respecta a las exportaciones. El avance de las ventas de bienes al exterior en 2022 y al comienzo de 2023 fue modesto, en línea con la notable debilidad mostrada por el comercio mundial. Dentro de la tónica agregada de debilidad, las exportaciones de algunas ramas, como las de productos energéticos y algunos bienes de equipo, mostraron un comportamiento más dinámico. Por el contrario, las ventas al exterior de otras ramas productivas se vieron dificultadas, aunque de modo decreciente en el transcurso del año, por las alteraciones de las cadenas productivas globales. Este es el caso del automóvil, cuya fabricación y exportación se resintieron ante la escasez de semiconductores durante gran parte del ejercicio. Sin embargo, más recientemente, esta evolución ha revertido, al desaparecer los factores que dieron lugar a ello, de modo que, al inicio de 2023, las exportaciones y la propia producción de automóviles están experimentando una tónica expansiva.

Por su parte, las importaciones de bienes están creciendo, en términos reales, por encima de sus determinantes principales habituales: la demanda final y la competitividad-precio. Hay tres factores que explican esta fortaleza⁴³. El primero de ellos es el aumento, tal vez de naturaleza estructural, de la demanda de algunos bienes producidos por ramas con un contenido importado elevado, como los de la industria informática y telecomunicaciones. El segundo factor es el notable impulso que han recibido las compras al

42 [García, Gómez y Martín \(2023a\)](#).

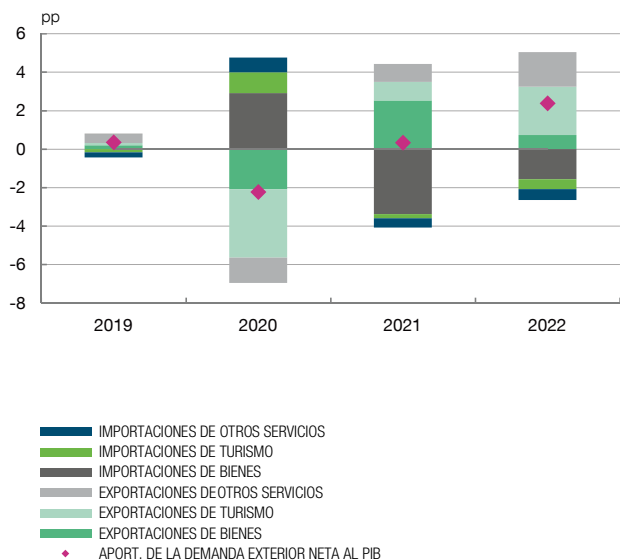
43 [García, Gómez y Martín \(2023b\)](#).

Gráfico 1.8

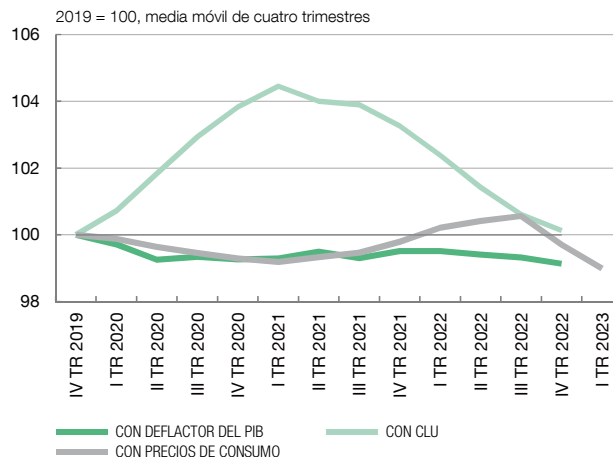
LA DEMANDA EXTERNA NETA CONTRIBUYÓ SIGNIFICATIVAMENTE AL CRECIMIENTO DEL PIB EN LA ETAPA MÁS RECIENTE

Las exportaciones de servicios han impulsado notablemente la contribución del sector exterior a la actividad, gracias a la reactivación del turismo internacional y al dinamismo generalizado de los servicios no turísticos. El encarecimiento de las materias primas energéticas ha deteriorado la relación real de intercambio.

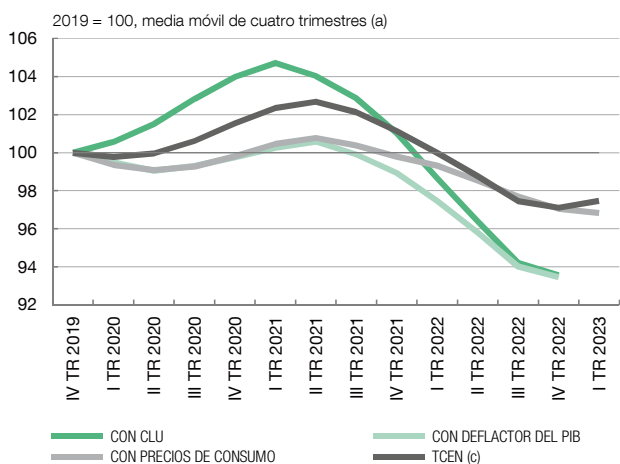
1 CONTRIBUCIÓN DEL SECTOR EXTERIOR A LA VARIACIÓN DEL PIB REAL



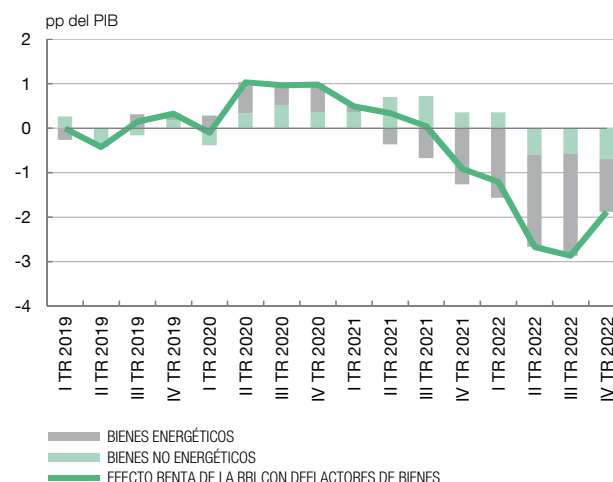
2 INDICADORES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE AL RESTO DE LOS PAÍSES DE LA ZONA DEL EURO (a)



3 INDICADORES DE COMPETITIVIDAD DE ESPAÑA FRENTE A UN GRUPO DE 18 PAÍSES INDUSTRIALIZADOS NO EURO (a) (b)



4 EFECTO RENTA DE LA RELACIÓN REAL DE INTERCAMBIO (CON DEFLACTORES DE BIENES). ESPAÑA (d)



FUENTES: Banco Central Europeo, Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital.

- a Aumentos (disminuciones) de los índices reflejan pérdidas (ganancias) de competitividad.
- b Frente a un grupo de 18 socios comerciales no euro, que comprende Australia, Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur, Corea del Sur, Suecia, Reino Unido, Suiza, Estados Unidos, Bulgaria, China, República Checa, Hungría, Polonia y Rumanía.
- c Tipo de cambio efectivo nominal.
- d La desagregación de los deflatores en los componentes energético y no energético se calcula a partir de los IVUXM (índices de valor unitario de las exportaciones e importaciones).



exterior de bienes energéticos. Dicho impulso ha venido derivado, por un lado, de las propias exportaciones españolas de estos productos, una vez reelaborados, hacia otras economías más dependientes del gas y del petróleo rusos, y, por otro lado, de las estrategias de almacenamiento que se han implementado en 2022, en un contexto de riesgo de alteraciones del suministro. En el futuro, cabe esperar que la duración de este fenómeno de aumento de las compras energéticas esté ligada a la de la guerra en Ucrania. El tercer factor está asociado a una sustitución parcial de producción interior por importaciones procedentes de fuera de Europa en el caso de las manufacturas más intensivas en consumos energéticos (como la química y la metalurgia), dada la pérdida de competitividad derivada del mayor encarecimiento de estos insumos en el Viejo Continente⁴⁴. De persistir, esta situación podría comportar consecuencias negativas a largo plazo, incluso aunque reviertan las razones que han dado lugar a ella, en la medida en que los daños causados a la rentabilidad de estas empresas puedan conducirlos a renunciar a llevar a cabo decisiones de inversión y de empleo en Europa.

Al margen del encarecimiento de los costes energéticos, la competitividad de la economía española ha tenido una evolución reciente relativamente favorable. Frente a la zona del euro, el indicador basado en los costes laborales unitarios retornó en 2022 a niveles cercanos a los de 2019, revirtiendo las pérdidas de competitividad que se habían acumulado durante la pandemia (véase gráfico 1.8.2). Frente a los países industrializados ajenos al área del euro, esta tónica se vio reforzada por la depreciación del tipo de cambio efectivo nominal (véase gráfico 1.8.3). La mejora de competitividad registrada por los indicadores construidos con precios de consumo, que aproximan la competitividad del conjunto de la economía —incluidos los de los servicios—, favoreció las exportaciones de turismo⁴⁵.

El deterioro de la relación real de intercambio como consecuencia de la elevación de los precios de la energía se agudizó en 2022. La magnitud del empeoramiento fue elevada en el tramo central de 2022, con un impacto negativo sobre la renta nacional de en torno al 3% del PIB (véase gráfico 1.8.4). La mayor parte de esta pérdida de renta reflejó el intenso repunte de los precios relativos de las importaciones de bienes energéticos, coincidiendo con las tensiones más intensas en los mercados de gas natural. No obstante, desde el segundo trimestre de 2022 los bienes no energéticos también han contribuido negativamente a la evolución de la relación real de intercambio. Más recientemente, la corrección a la baja de los precios de las materias primas energéticas ha dado lugar, en el último trimestre de 2022, a una cierta reducción del deterioro en la relación real de intercambio.

44 La disponibilidad fiable de energía a un coste competitivo frente a otras áreas geográficas es clave para el posicionamiento dentro de los mercados internacionales, especialmente en el caso de las ramas más intensivas en consumos energéticos. En este sentido, el coste del gas sigue siendo, a pesar de la caída observada desde el verano de 2022, mayor que en algunas otras regiones, lo que constituye una desventaja competitiva para España y para el resto de los países europeos, y puede dar lugar a una deslocalización de la producción. El capítulo 4 contiene un análisis más detallado sobre esta cuestión.

45 En términos de los precios de consumo, el diferencial de inflación con el área del euro se deterioró significativamente durante buena parte de 2021 y al principio de 2022, e inmediatamente después del estallido de la guerra, como resultado de la traslación más rápida de los precios mayoristas del gas natural a los precios de la electricidad en España. Sin embargo, el comportamiento de ese diferencial se revirtió tras el verano, como consecuencia de la aplicación del mecanismo ibérico y, sobre todo, de la desaceleración de los precios de las materias primas energéticas.

La disminución del superávit por cuenta corriente en 2022 fue relativamente moderada (de 0,4 pp del PIB, hasta el 0,6%), a pesar del fuerte ascenso de los precios energéticos.

En 2022, el déficit de bienes se amplió significativamente, debido, sobre todo, al impacto sobre el saldo energético del encarecimiento de la energía importada. No obstante, también empeoró el saldo no energético, en lo que desempeñaron un papel relevante el encarecimiento de otras materias primas y la depreciación del tipo de cambio del euro. Además, el déficit agregado de rentas primarias y secundarias se incrementó moderadamente, en un contexto de traslación paulatina de las subidas de tipos de interés a los pagos netos por este concepto. Sin embargo, una proporción muy elevada de estos desarrollos se vio compensada por la mejora del superávit de servicios, que, como se ha explicado, reflejó principalmente la reactivación del turismo internacional, pero también un aumento del superávit en los servicios no turísticos.

Las profundas perturbaciones sufridas desde 2019 se han traducido en un deterioro del saldo de bienes y servicios mucho más modesto, hasta la fecha, en España que en el resto de los principales países del área del euro. En nuestro país, el empeoramiento de esta balanza entre 2019 y 2022 ha sido de 1,5 pp de PIB, frente a 7,2 pp, 3,2 pp y 4,6 pp en Alemania, Francia e Italia, respectivamente (véase gráfico 1.9). Por componentes, cabe destacar que la magnitud del aumento del déficit energético haya sido de 1,9 pp de PIB en España, mientras que en las otras tres economías oscila entre 3,1 pp y 3,3 pp de PIB. Ello se explica, como se ha señalado, por el elevado dinamismo de la reexportación de bienes energéticos, tras su procesamiento en España, que conlleva la incorporación de un elevado valor añadido. Además, aunque el saldo de bienes no energéticos se ha deteriorado en las cuatro economías, lo ha hecho en menor medida en España (0,3 pp de PIB) que en Alemania, Francia e Italia (2,8 pp, 1,6 pp y 0,7 pp, respectivamente). Con respecto al saldo de turismo, apenas ha variado en España entre 2019 y 2022, al igual que en Francia y en Italia⁴⁶. Finalmente, la mejora del saldo de servicios no turísticos en Francia es mayor que la de España, pero Italia y, sobre todo, Alemania registraron empeoramientos.

7 La respuesta de las políticas económicas nacionales y supranacionales europeas en los últimos trimestres

Las autoridades europeas han respondido de forma decidida a la invasión rusa de Ucrania y a los retos que ella ha supuesto desplegando un amplio abanico de medidas en múltiples ámbitos. Así, por ejemplo, a lo largo de los últimos trimestres se han aprobado distintos paquetes de sanciones y de restricciones, destinadas fundamentalmente a elevar el coste de la guerra para Rusia y su economía. Asimismo, para favorecer la capacidad de respuesta de los Estados miembros de la UE, en mayo de 2022 la CE acordó mantener activa durante 2023 la cláusula general de escape del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, que permanecía vigente desde el comienzo de la pandemia y que, antes de iniciarse el conflicto bélico en Ucrania, se esperaba que fuera desactivada de cara a 2023. Finalmente, la CE aprobó un nuevo Marco Temporal de Ayudas de Estado, que flexibiliza la concesión de

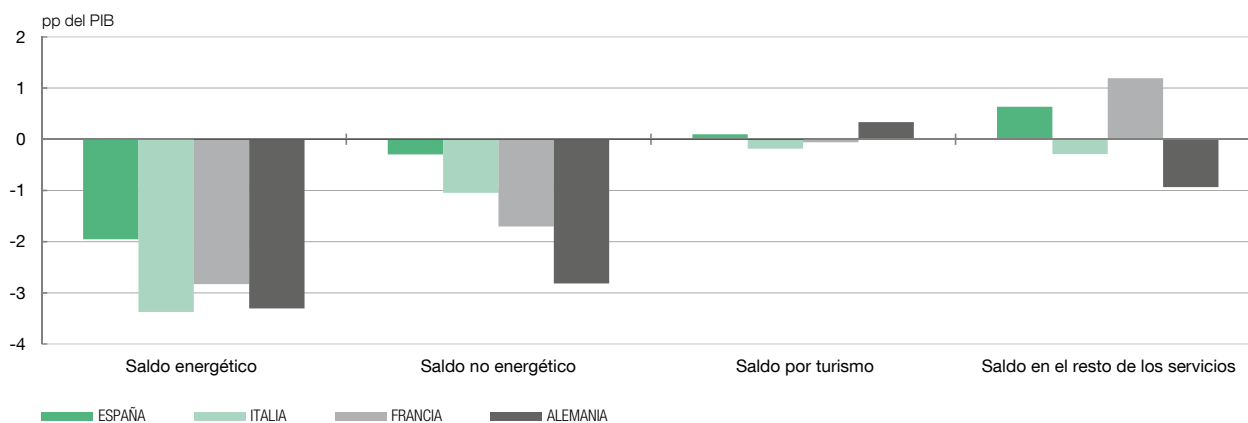
⁴⁶ En Alemania, país habitualmente emisor de turistas, por el contrario, el saldo turístico ha mejorado en relación con el período prepandemia, debido a la reducción de viajes al exterior.

Gráfico 1.9

EL DETERIORO DEL SALDO DE BIENES Y SERVICIOS ENTRE 2019 Y 2022 HA SIDO MUCHO MÁS MODESTO EN ESPAÑA QUE EN EL RESTO DE LOS PRINCIPALES PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO

Las reexportaciones energéticas han permitido que el encarecimiento de la energía haya deteriorado en menor medida el saldo de bienes energéticos. Además, el saldo de bienes no energéticos ha tenido también un comportamiento significativamente más favorable.

DIFERENCIAS ENTRE 2022 Y 2019 EN LOS SALDOS COMERCIALES DE BIENES Y SERVICIOS (a)



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

a La descomposición del saldo de bienes en sus componentes energético y no energético se estima a partir de los datos desagregados por productos del comercio exterior de bienes (Eurostat y Departamento de Aduanas).



subvenciones y préstamos bonificados a los sectores más afectados por la crisis energética y trata de impulsar la transición hacia una economía sin emisiones.

En materia energética, destaca el lanzamiento del programa *REPowerEU* por parte de la CE. En términos generales, este programa aglutina una serie de iniciativas que persiguen diversificar las fuentes de suministro de combustibles fósiles de la UE, intensificar el ahorro de energía y acelerar el despliegue de las energías renovables. Para alcanzar estos objetivos, entre otras medidas, se permite a los Estados miembros redirigir el remanente de los fondos del programa NGEU —y fondos adicionales procedentes de los mercados de emisiones de carbono de la UE— para adoptar nuevas actuaciones en materia energética. Asimismo, se establecen nuevas regulaciones en el contexto, por ejemplo, de los inventarios de gas, los objetivos de energías renovables y las compras compartidas de gas natural. Para más detalles sobre la respuesta y la capacidad de adaptación de las economías europeas a la crisis energética, con una perspectiva tanto de corto plazo como de medio y largo plazo, véase el capítulo 4.

El Banco Central Europeo (BCE) comenzó, a finales de 2021, un proceso de endurecimiento de la política monetaria, en respuesta a las elevadas y persistentes presiones inflacionistas. En el capítulo 3 se describe con detalle cómo el BCE ha venido ajustando el tono de su política monetaria a lo largo de los últimos trimestres —lo que ha supuesto, entre otras medidas, un rápido aumento de los tipos de interés oficiales, de una cuantía acumulada de 375 puntos básicos (pb) entre julio de 2022 y mayo de 2023— y cómo estas decisiones de política monetaria se están transmitiendo, a través de distintos canales, al conjunto de la actividad económica.

También en respuesta al fuerte repunte de los precios, las autoridades nacionales de los distintos países de la UE han venido aprobando múltiples iniciativas de naturaleza muy diversa. Fundamentalmente, estas actuaciones han tratado de limitar el incremento de los precios nacionales —especialmente, de los bienes energéticos, pero también, en algunos casos, de los alimentos— y/o de sostener las rentas de los agentes económicos ante la pérdida de poder adquisitivo que estos han venido experimentando desde 2021. En conjunto, estas medidas —que han sido mayoritariamente generalizadas, en lugar de estar focalizadas en los colectivos más vulnerables— ascenderían a unos 2 pp del PIB de la UE. Además, la persistencia de una inflación elevada ha llevado a que su vigencia temporal se haya extendido, en la mayoría de los casos, a buena parte de 2023.

En España, se estima que las medidas adoptadas desde mediados de 2021 para mitigar las consecuencias de la elevada inflación tendrán un impacto presupuestario de unos 37 mm de euros durante el horizonte temporal 2021-2025 (véase recuadro 1)⁴⁷. Este coste estaría concentrado en 2022 y 2023, en cuantías respectivas del 1,4 % y del 0,9 % del PIB, algo inferior, por tanto, al estimado para el conjunto del área del euro⁴⁸.

Una primera taxonomía de las medidas es la que distingue entre las que están orientadas a suavizar los aumentos de precios de algunos de los bienes que más se han encarecido y las que están destinadas a sostener las rentas de ciertos grupos de agentes. Según los cálculos disponibles, la mayor parte de las iniciativas aprobadas en el caso español pertenecen, en términos de los recursos totales destinados, a la primera de estas dos categorías. En concreto, entre el 60 % y el 68 % (véase gráfico 1.10.1).

El primer tipo de medidas se ha orientado a moderar el encarecimiento de la energía y, más recientemente, de los alimentos, generalmente mediante reducciones impositivas. En particular, se ha hecho uso de disminuciones de los tipos del IVA de ciertos bienes energéticos y alimenticios, y de los impuestos especiales a la electricidad y al gas, de bonificaciones del precio de determinados productos (por ejemplo, la subvención a los carburantes consumidos por los hogares que estuvo en vigor hasta el final de 2022⁴⁹), y de modificaciones en el sistema de fijación de los precios de la electricidad a través del establecimiento de un tope temporal al precio del gas utilizado en la producción eléctrica. En general, estas iniciativas que establecen límites a los precios o reducen impuestos tienen la ventaja de que su aplicación es relativamente sencilla e inmediata. Pero también presentan un doble inconveniente. Por un lado, aunque contribuyen a moderar las tasas de inflación de algunos bienes en el corto plazo, introducen distorsiones en las señales proporcionadas por los precios, de modo que, en el caso concreto de los productos energéticos, reducen los incentivos para contener su consumo y fomentar su uso eficiente. Además, en la medida en que estas actuaciones

47 Este coste está calculado bajo el supuesto de que la vigencia de las medidas desplegadas coincidirá con la que ha sido anunciada por las autoridades. En todo caso, no se puede estimar, en el momento actual, el coste exacto de estas iniciativas, dado que el período de aplicación de algunas de ellas depende de la propia evolución de los precios.

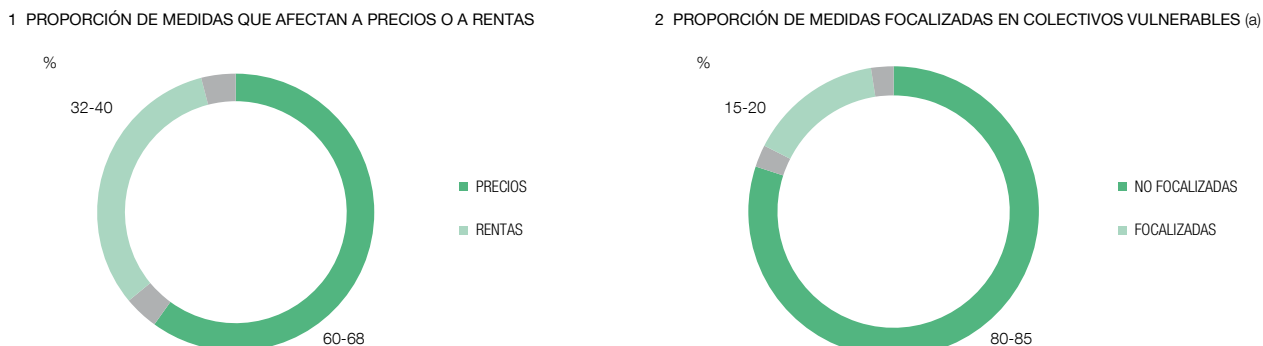
48 Según estimaciones del Eurosistema, el monto de estas medidas fiscales sería del 1,9 % y del 1,8 % del PIB del área del euro en 2022 y 2023, respectivamente (Checherita-Westphal y Dorrucchi, 2023).

49 Hasta el 31 de diciembre de 2022, la subvención era aplicable de forma universal. A partir del 1 de enero de 2023 perdió su vigencia para los hogares, quedando restringida al consumo para uso profesional.

Gráfico 1.10

LA MAYOR PARTE DE LAS MEDIDAS ADOPTADAS FRENTE A LA INFLACIÓN NO SE HAN ORIENTADO HACIA LOS COLECTIVOS VULNERABLES

En proporción a los recursos totales empleados, la mayor parte de las medidas adoptadas para hacer frente a la inflación se caracterizó por no encaminarse a aliviar la situación de los colectivos vulnerables y por afectar directamente a los precios (en vez de dar soporte a las rentas de los agentes).



FUENTE: Banco de España, a partir de información de Gobierno de España, IGAE y AEAT.

a El color gris indica la incertidumbre sobre la clasificación de estas medidas.



sean temporales, pueden implicar, simplemente, un traslado de la inflación en el tiempo, de forma que esta vuelve a repuntar una vez que dichas actuaciones se retiran. Por otro lado, dado que estas medidas presentan un carácter eminentemente generalizado, pueden suponer un impulso fiscal excesivo y un elevado coste presupuestario, aspecto que es particularmente relevante en países, como España, que disponen de un margen de actuación fiscal limitado.

Las medidas del segundo tipo están orientadas a paliar, mediante transferencias, la caída en la renta real de los hogares y de las empresas provocada por el alza de precios.

Una ventaja de las actuaciones de esta naturaleza es que, *a priori*, pueden ser diseñadas de modo que no beneficien de forma indiscriminada a todos los agentes, sino solo a los que son más vulnerables al repunte inflacionista. Sin embargo, la dificultad estriba en que su diseño es, *a priori*, más complejo, dado que es preciso identificar a los colectivos vulnerables y hacerles llegar la ayuda de manera efectiva, lo que lleva tiempo. En el caso español, las iniciativas destinadas a los hogares incluyen, por ejemplo, deducciones en el IRPF, aumentos de los importes de las pensiones mínimas y del ingreso mínimo vital de mayor cuantía que en el caso de otras prestaciones sociales, y transferencias directas a hogares vulnerables, definidos en función de su renta y su riqueza (como la que, por importe de 200 euros, se aprobó a finales de 2022). Las medidas dirigidas a empresas han incluido subvenciones a las que operan en determinadas ramas productivas.

En conjunto, las medidas aplicadas en España, así como en el área del euro, no están siendo suficientemente orientadas hacia los agentes más afectados. De acuerdo con la

evidencia disponible⁵⁰, los beneficiarios del grueso de las actuaciones públicas aprobadas desde finales de 2021 para hacer frente a las consecuencias de la inflación elevada habrían sido el conjunto de hogares y empresas españolas. En concreto, un 15 % y un 20 % del coste presupuestario estimado de las medidas en el período comprendido entre 2021 y 2025 está asociado a aquellas que están exclusivamente enfocadas a los agentes económicos más vulnerables ante la crisis energética y el aumento de los precios (véase gráfico 1.10.2)⁵¹. Dentro de este grupo se encontrarían la mayoría de las iniciativas enunciadas que toman la forma de transferencias, pero también alguna de precios, como las tarifas sociales de gas y electricidad. El resto de los recursos movilizados (entre el 80 % y el 85 % del coste fiscal previsto) está vinculado con iniciativas que presentan un alcance relativamente generalizado.

Un diseño de las medidas mejor enfocado hacia los agentes más vulnerables habría sido más eficaz para mitigar, con un coste fiscal menor, el impacto de la crisis inflacionista sobre dichos agentes y, a la vez, minimizar su posible impacto inflacionista. El carácter generalizado de las medidas supone un coste presupuestario muy elevado, de forma que, con menores recursos, podrían haberse abordado más adecuadamente las dificultades de los hogares y las empresas más vulnerables⁵². La falta de focalización destacó, especialmente, en el caso de la bonificación al precio de los carburantes para consumo doméstico, dado que solo una pequeña parte de su coste presupuestario se destinó a los hogares de renta baja, que se vieron menos beneficiados en términos relativos a su gasto total que los hogares de rentas superiores. La eliminación de esta medida al final de 2022 fue un paso importante hacia una mayor focalización de las actuaciones de política económica nacional. Aunque de aplicación más lenta, un diseño alternativo de las medidas de apoyo basado en transferencias de renta a los colectivos más vulnerables permitiría alcanzar niveles de protección similares a los alcanzados con las iniciativas aprobadas, pero con un menor coste presupuestario, a la vez que se evitaría generar distorsiones en las señales de precios y contribuir a prolongar las presiones inflacionistas.

En conjunto, las medidas desplegadas han permitido reducir la inflación e impulsar la actividad. Las estimaciones disponibles indican que el conjunto de acciones introducidas redujo la tasa media de inflación en 2,3 pp y realizó una contribución de 1,1 pp a la tasa de crecimiento del PIB en 2022⁵³ (véase recuadro 1). Ahora bien, dado el carácter temporal de las iniciativas aprobadas y su expiración prevista a lo largo de este año, se estima que tendrán un efecto de signo contrario sobre el PIB en 2024 y sobre la inflación en 2023 y 2024. Como resultado de esta reversión parcial de los efectos, el nivel de precios en 2024 sería aproximadamente un 1 % menor que antes de la introducción de las medidas.

50 Para un análisis más detallado de esta taxonomía y de los efectos distributivos de las medidas desplegadas, véase [García-Miralles \(2023\)](#).

51 [Checherita-Westphal y Dorrucchi \(2023\)](#) muestran que las medidas aprobadas en el conjunto del área del euro también han tenido un carácter eminentemente generalizado.

52 Para más detalles, véase [García-Miralles \(2023\)](#)

53 Para aliviar los efectos adversos sobre los hogares hipotecados asociados al rápido aumento de los tipos de interés, las autoridades aprobaron un nuevo Código de Buenas Prácticas para deudas hipotecarias a finales de 2022 (véase [RDL 19/2022](#), de 24 de noviembre). A escala macroeconómica, se estima que el alivio directo de la presión financiera sobre los deudores hipotecarios vulnerables derivado de la aplicación de este nuevo código estimulará de forma marginal el PIB en el corto plazo. Para más detalles, véase [Banco de España \(2023b\)](#).

BIBLIOGRAFÍA

- Aguilar, Pablo, Corinna Ghirelli y Blanca Jiménez-García. (2023). “La evolución reciente de la inversión en España desde una perspectiva macroeconómica”. *Boletín Económico - Banco de España* (de próxima publicación).
- Alves, Pana, y Carmen Martínez-Carrascal. (2023). “El destino del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia”. *Boletín Económico - Banco de España* (de próxima publicación).
- Banco Central Europeo. (2023). “Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para el conjunto del área del euro de marzo de 2023”. https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202303_ecbstaff-77c0227058.es.html
- Banco de España. (2022). “El repunte global de la inflación”. En Banco de España, *Informe Anual 2021*, pp. 193-240. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21107>
- Banco de España. (2023a). “Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2023”. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29810>
- Banco de España. (2023b). *Informe de Estabilidad Financiera*. Primavera. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29871>
- Basso, Henrique, Ourania Dimakou y Myroslav Pidkuyko. (2023). “How inflation varies across Spanish households”. Documentos Ocasionales, 2307, Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSerias/DocumentosOcasionales/23/Files/do2307e.pdf>
- Borralló, Fructuoso, Lucía Cuadro-Sáez, Matías Pacce e Isabel Sánchez. (2023). “Evolución reciente de los precios de consumo de los alimentos en el área del euro y en España”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 01. <https://doi.org/10.53479/29819>
- Checherita-Westphal, Cristina, y Ettore Dorrucci. (2023). “Box 9. Update on euro area fiscal policy responses to the energy crisis and high inflation”. *Economic Bulletin - European Central Bank*, 2/2023. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202302_09-37755e445d.en.html
- Comisión Europea. (2022a). “Save Gas for a Safe Winter: Commission proposes gas demand reduction plan to prepare EU for supply cuts”. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_22_4608
- Comisión Europea. (2022b). “Energy prices: Commission proposes emergency market intervention to reduce bills for Europeans”. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_22_5489
- Cuadrado, Pilar. (2023). “Un análisis de la evolución de las horas trabajadas por ocupado en España: desarrollos tendenciales y evolución reciente”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 14. <https://doi.org/10.53479/29650>
- Fernández Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2023). “Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2023”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 21. <https://doi.org/10.53479/29809>
- Fernández Cerezo, Alejandro, y Elvira Prades. (2022). “Recuadro 2. La evolución reciente del sector manufacturero en España”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, pp. 45-48. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23330>
- García, Coral, Ana Gómez y César Martín. (2023a). “La recuperación del turismo internacional en España tras la pandemia”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 08. <https://doi.org/10.53479/25114>
- García, Coral, Ana Gómez y César Martín. (2023b). “La evolución reciente de las importaciones de bienes a la luz de algunos condicionantes”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 03. <https://doi.org/10.53479/29853>
- García-Mirallés, Esteban. (2023). “Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>
- González-Mínguez, José, Samuel Hurtado, Danilo Leiva-León y Alberto Urtasun. (2022). “De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 02. <https://doi.org/10.53479/24995>
- Hernández de Cos, Pablo. (2022). “Comparecencia en el Congreso de los Diputados: presentación del *Informe Anual 2021* del Banco de España”, Comisión de Asuntos Económicos y Transformación Digital. <https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/IntervencionesPublicas/Gobernador/Arc/Fic/IIPP-2022-06-01-hdc-1.pdf>
- Hurtado, Samuel, y Mario Izquierdo. (2023). “Efectos económicos de un posible deterioro duradero en la salud general de la población española”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 20. <https://doi.org/10.53479/29790>

- Izquierdo, Mario, y José Luis Herrera. (2022). “Recuadro 6. Un análisis del contenido de las cláusulas de salvaguarda firmadas recientemente”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, pp. 59-61. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23334>
- Menéndez, Álvaro, y Maristela Mulino. (2022). “Resultados de las empresas no financieras hasta el segundo trimestre de 2022”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, Artículos Analíticos. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/22/T3/Fich/be2203-art26.pdf>
- Pacce, Matías, Ana del Río e Isabel Sánchez. (2022). “Evolución reciente de la inflación subyacente en el área del euro y en España”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23126>
- Pacce, Matías, e Isabel Sánchez. (2022). “Recuadro 4. El impacto sobre la inflación del mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2022, pp. 26-28. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21570>
- Pacce, Matías, Isabel Sánchez y Marta 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, 2120, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/17351>
- San Juan, Lucio. (2023). “El mercado de la vivienda: el desajuste entre oferta y demanda y su relación con los precios”. *Boletín Económico - Banco de España* (de próxima publicación).

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LAS MEDIDAS DE APOYO FRENTE AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN Y LA CRISIS ENERGÉTICA

El acusado repunte de la inflación registrado desde el comienzo de 2021 ha dado lugar al despliegue de distintas medidas por parte de los Gobiernos del área del euro para paliar sus efectos sobre la economía. Este recuadro presenta una estimación del impacto agregado, sobre la inflación y sobre la actividad económica en nuestro país, de las actuaciones desarrolladas por las autoridades españolas.

Como en otros lugares, el diseño de las diferentes medidas desplegadas en España muestra una elevada heterogeneidad al menos en cuatro dimensiones distintas: la existencia o no de costes presupuestarios explícitos, su carácter temporal o permanente, su impacto sobre las rentas de los agentes o sobre el precio de los productos, y su naturaleza generalizada al conjunto de agentes o focalizada en los colectivos más vulnerables. En relación con el primero de estos aspectos, una parte mayoritaria de las medidas de apoyo implementadas implica un coste presupuestario, como, por ejemplo, las rebajas impositivas y las transferencias a colectivos vulnerables¹. Pero algunas otras, como el mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico, no comportan un efecto directo sobre las finanzas públicas. Si se consideran exclusivamente las actuaciones con impacto presupuestario directo, el grueso de ese coste se concentra en los años 2022 y 2023 (1,4% y 0,9% del PIB, respectivamente) —véase cuadro 1—. Para el conjunto del período 2021-2025, el impacto presupuestario estimado se sitúa en un rango comprendido entre el 2,5% y el 2,9% del PIB.

En este contexto, los canales del impacto sobre la inflación y la actividad económica de las diferentes medidas dependen de sus características. Así, algunas actuaciones tienen un efecto directo sobre la inflación, al comportar una reducción automática de los precios de consumo de la energía (por ejemplo, la reducción o eliminación de peajes de acceso, las disminuciones de los impuestos energéticos o el tope al precio del gas). Sin

embargo, el que otras iniciativas no afecten directamente al nivel de precios no quiere decir que no lo hagan de forma indirecta a través de su efecto sobre la renta disponible y la demanda de los agentes (por ejemplo, las transferencias a hogares vulnerables o a determinados sectores productivos)². Además, cabe esperar que las actuaciones con impacto directo sobre la inflación también ejerzan, a su vez, un efecto indirecto sobre la demanda de los agentes —y la actividad económica— al influir sobre su renta disponible en términos reales.

Estas consideraciones aconsejan que la estimación del impacto agregado de las diferentes medidas se realice dentro de un marco metodológico que permita incorporar tanto los efectos directos como los indirectos. Con este objetivo, en este recuadro se utiliza el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)³. El MTBE es un modelo macroeconómico de gran escala, utilizado tanto en el proceso de elaboración de las proyecciones para la economía española en un horizonte de medio plazo como en la estimación de escenarios contrafactuales que simulan, por ejemplo, escenarios de riesgo o los efectos de iniciativas de política económica de diversa índole. Este modelo permite computar los efectos macroeconómicos de las medidas atendiendo a la diferente naturaleza de cada una de ellas.

De acuerdo con las simulaciones realizadas con este modelo, la implementación de las medidas de apoyo frente a la crisis energética en España habría tenido un efecto significativo, tanto en términos de impulso a la actividad económica como en términos de contención de las presiones inflacionistas (véase gráfico 1). En particular, la contribución de dichas actuaciones al crecimiento del PIB habría sido de 0,2 pp, 1,1 pp y 0,1 pp en 2021, 2022 y 2023, respectivamente. De acuerdo con la información ahora disponible, la mayoría de las medidas serán retiradas en 2023 y 2024, lo que originará una contribución negativa a la tasa de crecimiento del PIB de casi 0,6 pp en 2024⁴.

- 1 En el análisis llevado a cabo en el recuadro quedan excluidas las medidas con impacto presupuestario que, aunque en principio han sido adoptadas como consecuencia de la crisis inflacionista, no pueden ser consideradas como medidas de apoyo directo a los agentes privados. Este es el caso de los gravámenes a las empresas energéticas y a las entidades financieras.
- 2 De acuerdo con este criterio, se estima que entre un 32% y un 40% de las actuaciones con impacto presupuestario afectan directamente a las rentas de los agentes, mientras que las restantes operan a través de rebajas impositivas, bonificaciones o subvenciones que influyen directamente sobre el precio efectivo de los productos.
- 3 Para más detalles, véase [Ana Arencibia, Samuel Hurtado, Mercedes de Luis y Eva Ortega \(2017\), "New Version of the Quarterly Model of Banco de España \(MTBE\)", Documentos Ocasionales, 1709, Banco de España.](#)
- 4 La razón que explica que la retirada de medidas en 2023 no tenga efectos sobre el PIB hasta 2024 es el hecho de que muchas de ellas afectan a la economía con cierto retardo.

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LAS MEDIDAS DE APOYO FRENTE AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN Y LA CRISIS ENERGÉTICA (cont.)

Cuadro 1

MEDIDAS DE APOYO A HOGARES Y A EMPRESAS EN RESPUESTA A LA CRISIS ENERGÉTICA Y A LA INFLACIÓN (a)

Las autoridades han presentado un amplio programa de medidas destinado a contrarrestar los efectos del encarecimiento de diversos bienes y servicios sobre las rentas de hogares y de empresas. En su conjunto, estas medidas habrían tenido un coste presupuestario de entre 34 mm y 40 mm de euros durante el período 2021-2025 (entre un 2,5 % y un 2,9 % del PIB).

	Fecha de inicio	Vencimiento esperado	Carácter focalizado	Coste presupuestario durante 2021-2025 (millones de euros)
(1) Medidas de ingresos				[-17.800, -15.200]
IVA: Reducción temporal de los tipos de electricidad y gas	1.7.2021 (b)	31.12.2023	No	[-6.300, -5.500]
IEE: Reducción temporal del tipo a la electricidad	1.9.2021	31.12.2023	No	[-3.300, -2.900]
IVA: Rebaja temporal en el tipo de los alimentos	1.1.2023	30.6.2023	No	[-700, -600]
IRPF: Deducción rentas trabajo, rebaja autónomos, rebajas regionales	1.1.2023	Permanente (c)	No	[-7.500, -6.200]
(2) Medidas de gastos				[19.120, 22.100]
Bonificación al carburante para hogares y profesionales del transporte (d)	1.4.2022	30.6.2023	No	[5.300, 6.000]
Extensión bonificación al carburante para profesionales del transporte	1.1.2023	30.6.2023	No	[400, 500]
Transferencia a empresas afectadas por el alza de precios energéticos	1.4.2022	31.12.2022	Sí	[2.100, 2.300]
Transferencias a sectores productivos	1.4.2022	31.12.2023	Sí	[1.000, 1.200]
Cheque de 200 € a hogares vulnerables (ambos paquetes)	1.7.2022	31.12.2023	Sí	[920, 1500]
Aumento del 15 % en las pensiones no contributivas (incluyendo IMV)	1.4.2022	31.12.2022	Sí	[650, 850]
Subvención al transporte público (e)	1.9.2022	31.12.2023	No	[1.700, 2.000]
Ampliación de becas a estudiantes	1.9.2022	31.12.2022	Sí	[350, 450]
Subvenciones a sector eléctrico/gas destinadas a rebajar factura (f)	1.9.2022	31.12.2022	No	[6.500, 6.900]
Bono social térmico	1.10.2022	Permanente	Sí	[600, 900]
(2-1) Recursos totales				[34.320, 39.900]
(3) Otras medidas sin coste presupuestario directo				
Suspensión del IVPEE (g)	1.7.2021	31.12.2023		
Reducción cargos electricidad	1.10.2021	31.12.2022		
Excepción Ibérica	15.6.2022	31.12.2023		
Tope al incremento de alquileres	1.4.2022	31.12.2023		
Tope al precio del butano	1.7.2022	30.6.2023		

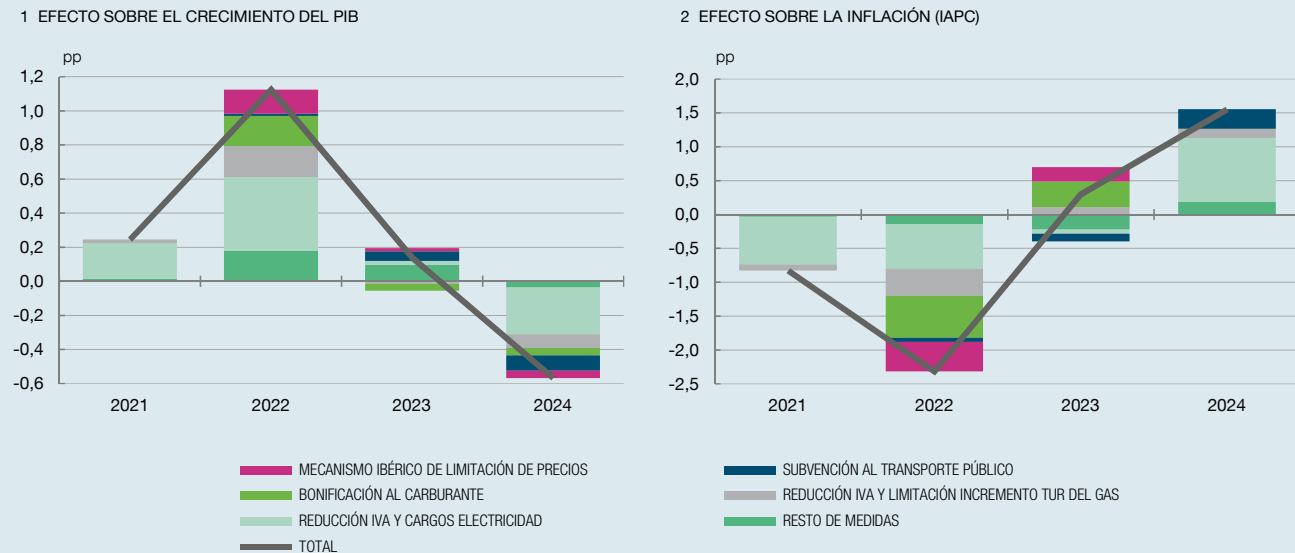
FUENTE: Banco de España, a partir de información del Gobierno de España, la Intervención General de la Administración del Estado, la Agencia Tributaria, la Encuesta de Presupuestos Familiares y la Encuesta Financiera de las Familias.

- a** La estimación del impacto presupuestario de estas medidas está sujeta a una elevada incertidumbre y se revisa regularmente en función de la nueva información disponible.
- b** La rebaja del IVA de la electricidad se inició el 1.7.2021 y la rebaja del IVA del gas se inició el 1.10.2022.
- c** Incluye la rebaja del IRPF a autónomos, que vencería el 31.12.2024.
- d** Se estima que en torno a un 50 %-60 % de esta bonificación la recibirían los hogares. Se incluye la extensión desde el 1.1.2023 hasta el 30.6.2023 para profesionales de transporte
- e** Para 2023, la gratuidad del transporte público de cercanías se extiende a todo el conjunto del año. La subvención al transporte regional se extiende hasta el 30.6.2023.
- f** Incluye el subsidio extraordinario al sector eléctrico (desde el 1.9.2022), asunción déficit TUR de gas (desde el 1.10.2022) y flexibilización de la contratación de electricidad y gas (desde el 1.1.2023).
- g** La supresión temporal del IVPEE no se considera que tenga efecto presupuestario directo, dado que su recaudación se destina legalmente a cubrir costes del sector eléctrico.

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LAS MEDIDAS DE APOYO FRENTE AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN Y LA CRISIS ENERGÉTICA (cont.)

Gráfico 1
IMPACTO DE LAS MEDIDAS DE APOYO FRENTE A LA CRISIS ENERGÉTICA

Las medidas fiscales destinadas a apoyar a los agentes económicos frente a la crisis energética habrían sido instrumentales en la dinamización de la actividad económica y en la atenuación de las presiones inflacionistas en 2022.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En todo caso, es conveniente tener en cuenta que estos efectos están calculados frente a un escenario contrafactual en el que se asume que la no introducción de las medidas no comporta consecuencias adversas, cuando, en realidad, este hecho podría haber dado lugar a algunas dinámicas macroeconómicas perversas, dada la especial incidencia de la crisis sobre los agentes más vulnerables. Por consiguiente, las medidas lograron mitigar las consecuencias iniciales del repunte inflacionista (aunque lo hicieron a costa de que estos efectos se extendieran a lo largo de un período más largo).

Respecto a la inflación, las diferentes actuaciones públicas desplegadas habrían supuesto una reducción de la tasa de crecimiento del IAPC de 0,8 pp y 2,3 pp en 2021 y 2022, respectivamente. No obstante, como cabía esperar dada su naturaleza transitoria, su progresiva retirada en 2023 y 2024 haría que la tasa de variación de los precios de consumo se viera incrementada en 0,3 pp y en 1,6 pp, respectivamente, en dichos ejercicios.

En cuanto al impacto individual de cada medida, este es mayor en el caso de las destinadas a disminuir el coste de

la factura energética. Así, la reducción de los tipos del IVA del gas y de la electricidad, la exención del pago de cargos en la factura y la limitación al aumento de la tarifa de usuarios de último recurso —TUR— de gas natural explicarían, en su conjunto, en torno a la mitad de la contribución del total de las iniciativas aprobadas al aumento de la tasa de crecimiento del PIB y a la reducción de la inflación en 2022 (0,6 pp y -1,1 pp, respectivamente). De modo análogo, otras medidas dirigidas a reducir la factura energética, como la instauración del tope al precio del gas para la generación eléctrica⁵ y la bonificación a los carburantes, también habrían tenido un efecto significativo sobre la inflación en 2022 (al reducirla, en concreto, en 1,1 pp). No obstante, su impacto sobre el PIB habría sido más moderado.

Cabe reseñar que, aunque las medidas implementadas hayan tenido un efecto positivo sobre el crecimiento económico y hayan ayudado a contener la inflación en el corto plazo, también han supuesto un elevado coste presupuestario, en un contexto de reducido margen de maniobra de la política fiscal en España⁶. Además, algunas de estas actuaciones

5 Para más detalles, véase Matías Pacce e Isabel Sánchez (2022), "Recuadro 4. El impacto sobre la inflación del mecanismo de limitación del precio del gas en el mercado ibérico", *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2022.

6 Así lo ponen de manifiesto las Recomendaciones del Consejo de la Unión Europea a España en el contexto del Semestre Europeo.

EL IMPACTO MACROECONÓMICO DE LAS MEDIDAS DE APOYO FRENTE AL REPUNTE DE LA INFLACIÓN Y LA CRISIS ENERGÉTICA (cont.)

han tendido a distorsionar las señales que proporcionan los precios, lo que dificulta una asignación eficiente de los recursos, aspecto especialmente relevante en el marco del proceso actual de transición ecológica⁷. Para más detalles sobre el diseño de estas iniciativas públicas y sobre los retos de política fiscal que nuestra economía debe abordar en los próximos años, véanse el epígrafe 7 de este capítulo y el capítulo 2 de este Informe, respectivamente.

Por último, conviene concluir señalando que las estimaciones presentadas en este recuadro están sometidas a un elevado grado de incertidumbre, cuya fuente principal es la posibilidad de que la evolución de los precios energéticos diverja de la proyectada, lo que afectaría al impacto estimado de las medidas y daría lugar, probablemente, a modificaciones en su composición y duración.

7 Natalia Fabra, Karsten Neuhoff y Nicolas Berghmans (2023), "European economists for an EU-level gas price cap and gas saving targets", CEPR-VoxEU.