

## **Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Junio de 2023**

## Índice

### EDITORIAL 4

### INFORME 8

#### Contexto global

- 1 La actividad económica mundial ha ganado tracción en los primeros meses de 2023, impulsada por el elevado dinamismo registrado en las ramas de servicios 8
- 2 Las tasas de inflación general han prolongado su senda de moderación a nivel global, si bien la inflación subyacente aún no habría flexionado a la baja de forma generalizada 9
- 3 Los principales bancos centrales han moderado el ritmo de endurecimiento de sus políticas monetarias 10
- 4 Los mercados financieros internacionales han estado condicionados recientemente por las subidas menos intensas de los tipos de interés oficiales y por la relajación de las tensiones en el sector bancario 11
- 11 La creación de empleo ha seguido evidenciando un elevado dinamismo en los últimos meses, especialmente en determinadas ramas de servicios 18
- 12 Las condiciones de financiación bancaria en España han prolongado su senda de endurecimiento progresivo 19
- 13 El consumo privado se habría recuperado levemente a lo largo del segundo trimestre, tras los retrocesos registrados en los trimestres precedentes 20
- 14 La inversión empresarial podría haber mantenido en los últimos meses la senda de reactivación que inició en el primer trimestre del año 21
- 15 En el segundo trimestre, la inversión en vivienda habría mostrado, como en los trimestres precedentes, una cierta debilidad, lastrada por factores tanto de oferta como de demanda 22

#### Contexto económico de la UEM

- 5 En el área del euro, la actividad económica ha recuperado un cierto vigor en los últimos meses, tras los leves retrocesos registrados en los trimestres precedentes 12
- 6 A pesar de mantener una senda descendente, la inflación en la UEM permanece en niveles elevados, fruto del dinamismo mostrado por los precios de los alimentos y de los servicios 13
- 7 La incertidumbre que rodea a las previsiones de crecimiento e inflación del área del euro es muy elevada y responde a factores de origen externo e interno 14
- 8 El Banco Central Europeo ha continuado incrementando sus tipos de interés oficiales para lograr que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2% a medio plazo 15
- 16 El sector exterior habría seguido contribuyendo positivamente al avance del PIB en los últimos meses, gracias al dinamismo de las exportaciones de servicios y a ciertas ganancias de competitividad 23
- 17 El sector público continuaría actuando como un soporte adicional de la actividad 24
- 18 La inflación general prosigue su senda de moderación, debido al componente energético, al tiempo que, en los meses más recientes, se aprecian señales incipientes de desaceleración en los precios de los alimentos y en la inflación subyacente 25
- 19 Los salarios continúan registrando incrementos moderados en términos generales, que tienden a ser ligeramente mayores en aquellos sectores más afectados por la escasez de mano de obra 26

#### Economía española

- 9 En España, el PIB avanzó con un vigor mayor de lo esperado en el primer trimestre de 2023, debido a la contribución de la demanda exterior neta 16
- 10 Los indicadores coyunturales más recientes sugieren, en conjunto, que el dinamismo de la actividad económica española podría haberse acelerado ligeramente en el segundo trimestre 17
- 20 Los márgenes empresariales habrían prolongado su senda de recuperación en los primeros meses de 2023, si bien con una elevada heterogeneidad entre sectores 27
- 21 Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan al alza el crecimiento del PIB en 2023 y a la baja la tasa de inflación general promedio durante este año 28

### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2023-2025) 30

## EDITORIAL

## Editorial

**La actividad económica global ha mostrado un comportamiento relativamente favorable en el tiempo transcurrido de 2023.** Los rasgos positivos de la evolución de la actividad observados en el primer semestre del año incluyen un retroceso notable de los precios energéticos y una disminución de las alteraciones en las cadenas globales de valor, así como un vigor considerable en las ramas de servicios, que han seguido viéndose favorecidas por el retorno a la normalidad tras el final de la crisis sanitaria. Adicionalmente, la fortaleza de los mercados de trabajo y el apoyo de las políticas fiscales nacionales han amortiguado el impacto de la elevada inflación sobre las rentas de los hogares y han contribuido a mantener el dinamismo de la actividad agregada.

**No obstante, también se han apreciado algunas señales de debilidad, especialmente en el período más reciente.** Dichas señales han sido particularmente evidentes en las manufacturas —por ramas de actividad— y en China y el área del euro —por geografías—, donde los últimos indicadores coyunturales disponibles han venido sorprendiendo consistentemente a la baja. En efecto, en el caso particular de la Unión Económica y Monetaria (UEM), las cifras de Contabilidad Nacional más recientes publicadas por Eurostat apuntan a una leve contracción del PIB de la región en los tres primeros meses del año, al tiempo que las previsiones de crecimiento para el trimestre en curso han ido flexionando a la baja en las últimas semanas. Un posible factor explicativo de estos desarrollos sería el considerable tensionamiento de la política monetaria que se ha producido —en la UEM y a escala global— a lo largo de los últimos trimestres. Este ha supuesto un endurecimiento muy significativo de las condiciones financieras en el conjunto de la economía, que ya estaría limitando en cierta medida el dinamismo de la actividad —por ejemplo, a la luz de la velocidad con la que la concesión de nuevo crédito se está desacelerando en algunos países—, aun cuando los efectos adversos sobre esta alcanzarán su mayor intensidad, previsiblemente, en los próximos trimestres.

**La moderación de la inflación ha seguido su curso en los últimos meses, como consecuencia, principalmente, del retroceso del componente energético.** Con diferencias por países, esta evolución se ha visto favorecida tanto por la caída de los precios de las materias primas energéticas como por la existencia de importantes efectos base. Sin embargo, el resto de los componentes de la inflación solo han comenzado a mostrar señales de moderación, todavía incipientes, en algunas jurisdicciones.

**La incertidumbre acerca del comportamiento de la inflación no energética en los próximos trimestres continúa siendo elevada.** Parece probable que la reversión del encarecimiento de las materias primas y la disolución de los cuellos de botella apoyen, de cara al futuro, la desinflación de los bienes industriales no energéticos. De forma análoga, es concebible que los precios de los alimentos también se desaceleren gradualmente en los próximos meses como consecuencia de la reducción de los costes de producción —aunque, en algunas geografías, una meteorología desfavorable podría obstaculizar este proceso de desinflación—. En el caso de los precios de los

servicios, esta desaceleración será, previsiblemente, más lenta. Ello obedece, por un lado, a la fortaleza de la demanda que aún se observa hacia las actividades relacionadas con el turismo y el ocio, y, por otro lado, a que, en comparación con otras ramas de actividad, los costes laborales —que siguen incrementándose paulatinamente— suelen tener un peso comparativamente mayor en la estructura de costes de los servicios. En todo caso, la incertidumbre acerca de la intensidad de estos procesos desinflacionistas y de la existencia de posibles asimetrías en la traslación de las variaciones en el coste de los insumos intermedios a los precios de consumo sigue siendo considerable. Además, la persistencia de elevadas tasas de inflación podría conducir a la materialización de efectos de segunda ronda significativos sobre los precios —a través de salarios y/o márgenes empresariales—, lo que podría acentuar las presiones inflacionistas actuales.

**La economía española ha mostrado una resiliencia notable en la primera mitad del año.** En el primer trimestre de 2023, el PIB español creció un 0,5 % —frente a la caída del 0,1 % registrada en el área del euro—. La fortaleza de la economía de nuestro país se apoyó, entre otros factores, en la recuperación de la actividad turística y en el vigor de las exportaciones de otros servicios no turísticos. Este elevado dinamismo de la actividad se ha prolongado en el segundo trimestre. No obstante, en su parte final han podido observarse ciertas señales de desaceleración que, como ocurre a escala global, posiblemente sean una manifestación del endurecimiento de las condiciones financieras causado por el tensionamiento de la política monetaria del área del euro, necesario para reconducir la inflación.

**La tasa de variación de los precios de consumo ha experimentado en España un descenso muy pronunciado en el transcurso del año.** Esta disminución —que ha afectado, sobre todo, al componente energético— ha sido más acusada que la observada en el área del euro, debido, en parte, a las particularidades regulatorias en la fijación de los precios minoristas de la electricidad en nuestro país. En todo caso, en los últimos meses la moderación de las presiones inflacionistas parece haber comenzado a trasladarse gradualmente al resto de los precios de consumo.

**En el conjunto de 2023, se espera que el PIB crezca a una tasa del 2,3 %.** Como se desarrolla en el último apartado de este Informe, donde se presentan las proyecciones macroeconómicas del Banco de España más recientes, el debilitamiento de las presiones inflacionistas y una eventual intensificación del ritmo de ejecución de los proyectos vinculados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia permitirán, entre otros factores, que continúe la expansión de la actividad económica española el resto del año. Para los años 2024 y 2025 se proyectan unas tasas de crecimiento medio anual muy similares a la de 2023 —del 2,2 % y el 2,1 %, respectivamente—, si bien este avance del producto estará fundamentalmente sustentado en la recuperación del consumo privado, y no tanto en la contribución de la demanda exterior neta, principal motor del crecimiento en 2023.

**En los próximos meses continuará la senda de desaceleración del componente subyacente de los precios de consumo iniciada recientemente.** En el conjunto del año, se espera que la inflación subyacente se sitúe en el 4,1 %, antes de descender al 2,1 % en 2024 y al 1,7 % en 2025. Por su parte, se anticipa que la inflación general se sitúe en el 3,2 % en el promedio de este año. En 2024, esta tasa repuntaría al 3,6 %, principalmente como consecuencia de la desaparición

prevista del grueso de las medidas desplegadas por las autoridades para combatir los efectos del incremento de la inflación, lo que hará que aumente la tasa de crecimiento del componente energético de los precios. En todo caso, bajo los supuestos del ejercicio, la inflación general volvería a reducirse en 2025, hasta el 1,8 %.

**La incertidumbre acerca de las perspectivas macroeconómicas de la economía española a corto y a medio plazo sigue siendo muy elevada.** Entre las distintas fuentes de incertidumbre existentes, destacan las dificultades para valorar la intensidad que el impacto del tensionamiento monetario introducido hasta la fecha podría tener sobre el crecimiento del PIB, la evolución de los precios y el comportamiento de los mercados financieros, puesto que, en perspectiva histórica, el episodio actual de endurecimiento de la política monetaria presenta características muy singulares en diversas dimensiones. En particular, este ha tenido lugar de una forma muy rápida y sincronizada entre distintas jurisdicciones, y se ha producido después de casi una década de mantenimiento de un tono muy acomodaticio de la política monetaria. Otras fuentes de incertidumbre muy relevantes incluyen la evolución de la guerra en Ucrania y la posibilidad de que puedan llegar a producirse —en España y/o en el conjunto de la UEM— efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación que pudieran exigir un tensionamiento de la política monetaria mayor que el contemplado actualmente por los mercados financieros. En relación con este último factor de riesgo, el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, firmado recientemente por los principales agentes sociales de nuestro país, incluye unas recomendaciones de incrementos salariales para el período 2023-2025 que mitigan, en cierta medida, la probabilidad de que dichos efectos de segunda vuelta se materialicen en España a través de los salarios.

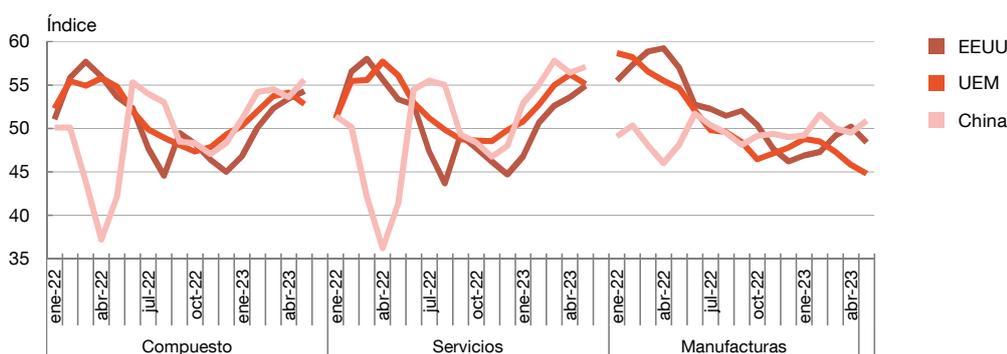
**INFORME**

## 1 La actividad económica mundial ha ganado tracción en los primeros meses de 2023, impulsada por el elevado dinamismo registrado en las ramas de servicios

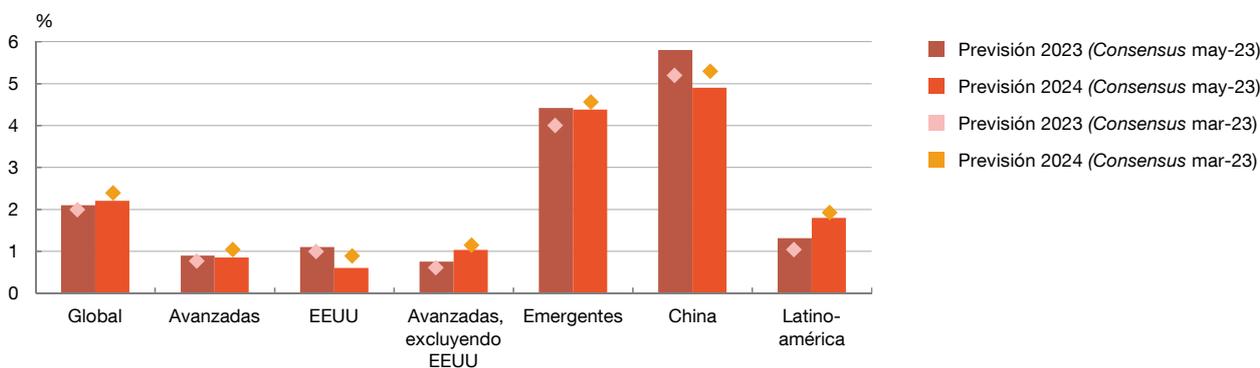
- A lo largo de los últimos meses, en un contexto de relativa atonía de las manufacturas, el considerable dinamismo de los servicios (véase gráfico 1.a) estaría relacionado tanto con la persistencia del impacto positivo de la reapertura de la economía tras la crisis sanitaria sobre la demanda de las ramas de actividad con mayor contenido social como con el intenso crecimiento de las actividades de información y comunicación y de los servicios profesionales asociados al proceso de transformación digital.
- Entre las principales economías mundiales, en Estados Unidos, la evolución del empleo sigue sorprendiendo al alza, si bien la actividad se desaceleró en el primer trimestre. Por su parte, en China, el fin de la política de COVID-cero a finales de 2022 habría impulsado la actividad por encima de lo esperado en los primeros meses de este año, si bien los indicadores coyunturales más recientes apuntan a una cierta ralentización.
- En conjunto, estos desarrollos han propiciado, recientemente, una ligera revisión al alza en las previsiones de crecimiento de los analistas para el año en curso —especialmente en China (véase gráfico 1.b)— y una ligera revisión a la baja para 2024 —ante la **persistencia de la inflación** y de unas **condiciones financieras restrictivas**—.

Gráfico 1

### 1.a Evolución de los PMI



### 1.b Previsiones de crecimiento del PIB por zonas geográficas (a)



FUENTES: Bloomberg, *Consensus Forecast* y S&P Global.

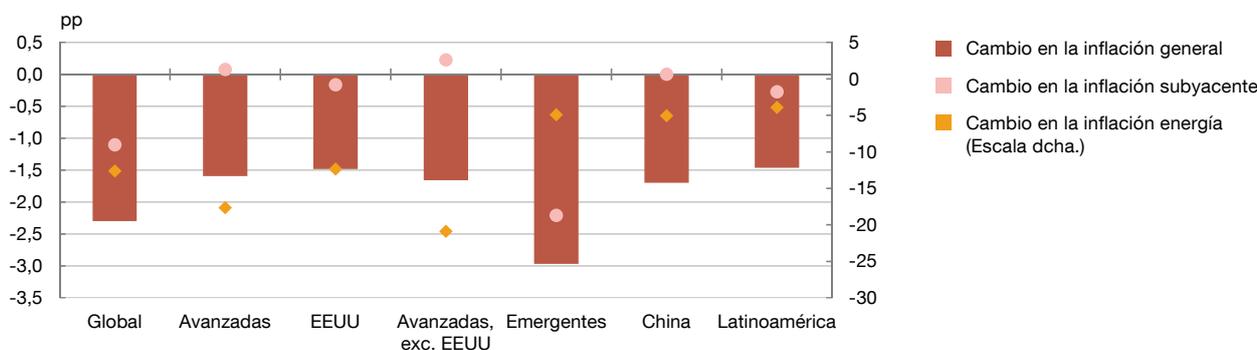
a Previsiones de *Consensus Forecasts* (barras: mayo; puntos: marzo). El agregado «Avanzadas» incluye 13 áreas geográficas (Unión Económica y Monetaria, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, República Checa, Dinamarca, Islandia, Israel, Japón, Corea del Sur, Noruega, Suecia y Suiza), y el agregado «Emergentes», 13 economías de Asia, Europa del Este y Latinoamérica (China, India, Indonesia, Malasia, Tailandia, Hungría, Polonia, Rusia, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú).

## 2 Las tasas de inflación general han prolongado su senda de moderación a nivel global, si bien la inflación subyacente aún no habría flexionado a la baja de forma generalizada

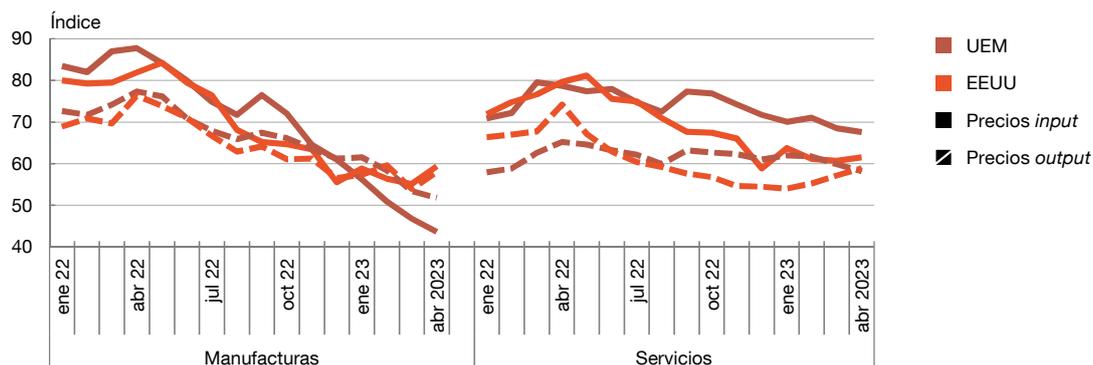
- En los últimos meses, el descenso de los precios de la energía ha seguido contribuyendo a reducir las tasas de inflación general a nivel global. Sin embargo, las tasas de inflación subyacente continúan sin flexionar a la baja de forma significativa y generalizada, excepto en algunas economías emergentes (véase gráfico 2.a).
- La evolución de los precios está siendo muy heterogénea por ramas de actividad (véase gráfico 2.b). Por un lado, la normalización de las cadenas de suministros globales y el descenso del precio de las materias primas han favorecido una desaceleración relativamente intensa de los precios en las ramas de manufacturas en los últimos meses. Por otro lado, la fortaleza reciente de la demanda de los servicios ha supuesto una menor moderación de la inflación en estas ramas de actividad, que incluso ha aumentado en algunas geografías.

Gráfico 2

2.a Variación en la inflación general y subyacente entre diciembre de 2022 y abril de 2023 (a)



2.b Evolución de los precios PMI



FUENTES: Estadísticas nacionales y S&P Global.

a El agregado «Global» incluye Estados Unidos, área del euro, Reino Unido, Japón, China, Chequia, Hungría, Rusia, India, Indonesia, Hong Kong, Corea del Sur, Singapur, Malasia, Tailandia y Taiwán, además del agregado «Latinoamérica» (compuesto por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). El agregado «Avanzadas» contiene Estados Unidos, área del euro, Japón, Reino Unido, Suecia, Suiza, Canadá y Noruega.

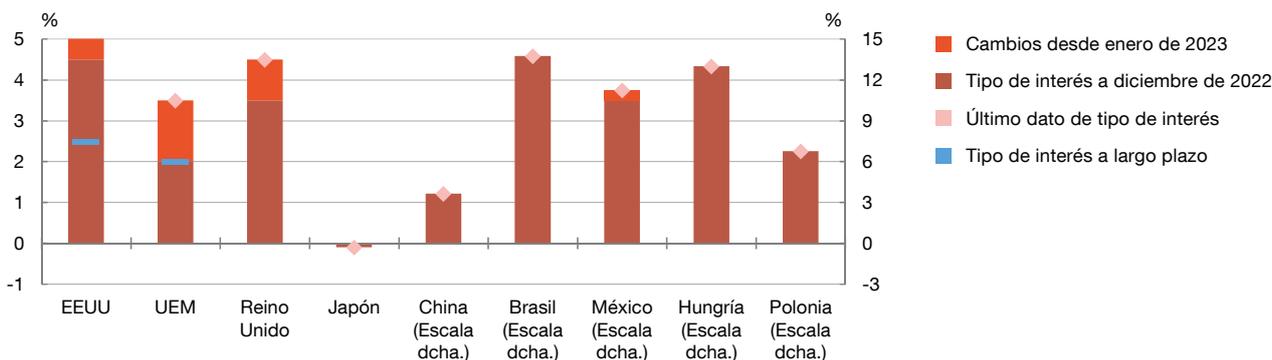


### 3 Los principales bancos centrales han moderado el ritmo de endurecimiento de sus políticas monetarias

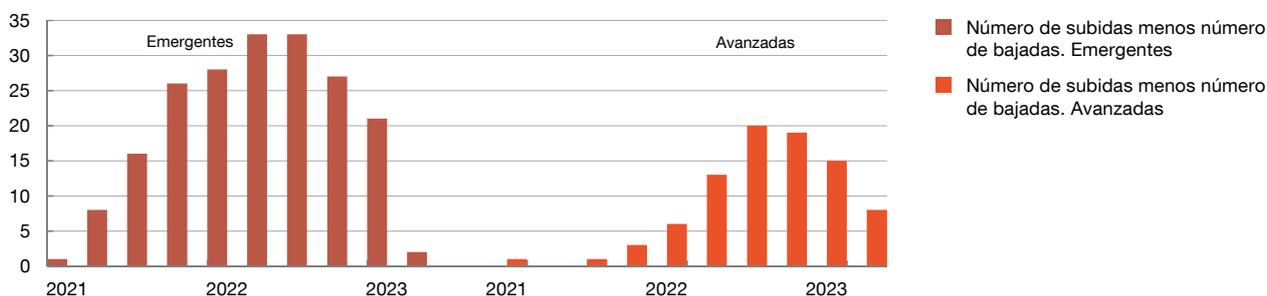
- Así, por ejemplo, el **Banco Central Europeo**, que elevó sus tipos de interés oficiales en 50 pb en sus reuniones de política monetaria de diciembre de 2022 y de febrero y marzo de 2023, pasó a adoptar incrementos de 25 pb en dichos tipos de interés en sus dos últimas reuniones —en mayo y junio—.
- También se ha observado una moderación similar en la mayoría de los bancos centrales de las economías desarrolladas —como el Banco de Inglaterra—. Por su parte, la Reserva Federal estadounidense decidió mantener el tipo de los fondos federales en su reunión de junio, tras haberlo incrementado sucesivamente 25 pb en las tres reuniones anteriores.
- En este contexto, en el que los tipos de interés oficiales se encuentran en territorio restrictivo en las principales economías mundiales (véase gráfico 3.a) y en el que ya se ha moderado significativamente el ritmo de endurecimiento adicional de la política monetaria global (véase gráfico 3.b), el foco de los analistas ha empezado a orientarse al momento en el que se podrían producir los primeros recortes en los tipos de interés en algunas regiones.

Gráfico 3

#### 3.a Tipos de interés oficiales



#### 3.b Decisiones de endurecimiento de política monetaria a nivel global (a)



FUENTES: Bancos centrales nacionales y Refinitiv.

a El agregado «Avanzadas» incluye 11 áreas geográficas (Unión Económica y Monetaria, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Dinamarca, Japón, Noruega, Australia, Nueva Zelanda, Suecia y Suiza), y el agregado «Emergentes», 23 economías de Asia, Europa del Este y Latinoamérica (China, India, Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas, Tailandia, República Checa, Hungría, Polonia, Rusia, Turquía, Rumanía, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Sudáfrica, Egipto, Túnez, Ucrania y Kazajistán).



#### 4 Los mercados financieros internacionales han estado condicionados recientemente por las subidas menos intensas de los tipos de interés oficiales y por la relajación de las tensiones en el sector bancario

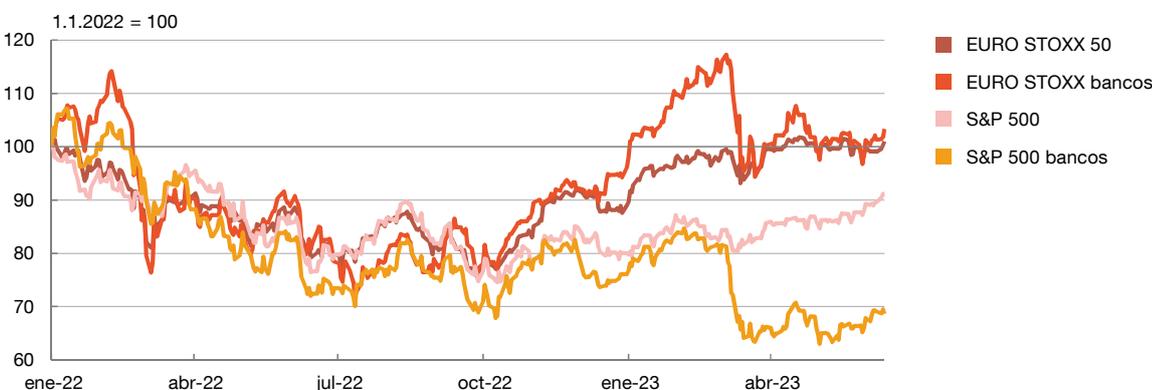
- En los últimos meses, las rentabilidades de las deudas soberanas a largo plazo han mostrado una menor volatilidad que durante el primer trimestre del año, si bien han experimentado leves incrementos desde finales de marzo. Así, por ejemplo, en la parte transcurrida del segundo trimestre, las referencias a diez años española y alemana han registrado aumentos de 8 pb y 14 pb, hasta situarse en el 3,4 % y el 2,4 %, respectivamente (véase gráfico 4.a).
- Por su parte, los principales índices bursátiles internacionales han mostrado ligeras ganancias durante el trimestre, si bien los índices sectoriales bancarios continúan en niveles inferiores a los registrados antes del episodio de turbulencias financieras que tuvo lugar en marzo (véase gráfico 4.b). En gran medida, esto último estaría reflejando la persistencia de una cierta incertidumbre sobre la situación de los bancos regionales en Estados Unidos.
- En los mercados cambiarios, el euro apenas ha experimentado variación frente al dólar estadounidense en el período transcurrido del segundo trimestre, registrando sucesivas fases de ligera apreciación y depreciación. No obstante, acumula una apreciación superior al 11 % frente a dicha divisa, y lo hace desde septiembre de 2022, cuando llegó a cotizar por debajo de la paridad.

Gráfico 4

##### 4.a Tipos de interés de la deuda soberana a diez años y tipo de cambio



##### 4.b Índices bursátiles



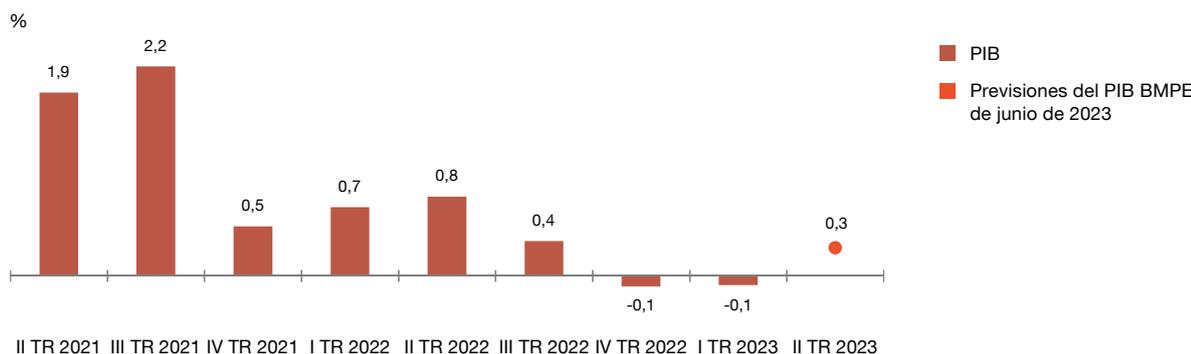
FUENTES: Refinitiv y Datastream.

## 5 En el área del euro, la actividad económica ha recuperado un cierto vigor en los últimos meses, tras los leves retrocesos en los trimestres precedentes

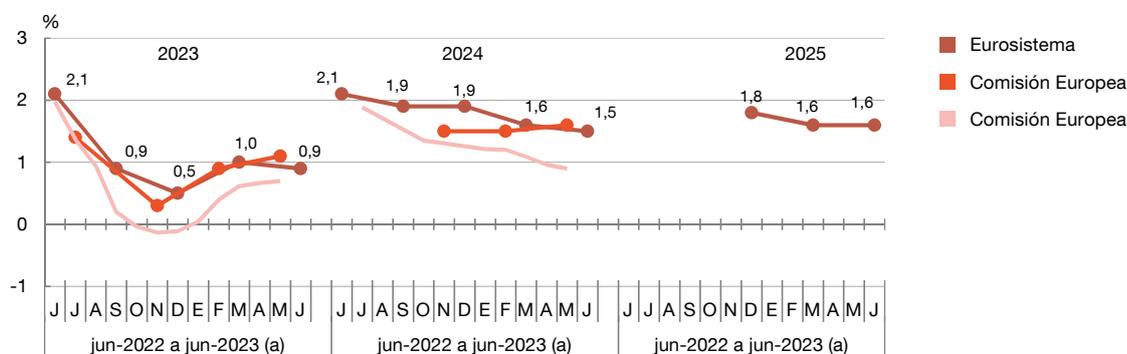
- Después de dos trimestres en los que el PIB en la UEM registró leves retrocesos, los indicadores coyunturales más recientes apuntan, en su conjunto, a una tasa de crecimiento intertrimestral positiva en el segundo trimestre, que, de acuerdo con el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de junio, podría situarse en torno al 0,3% (véase gráfico 5.a).
- No obstante, la información más reciente apuntaría a que el ritmo de avance del producto en el segundo trimestre sería inferior al esperado unas semanas atrás. Además, la persistencia de una elevada inflación y el proceso de endurecimiento de la política monetaria iniciado a finales de 2021, cuyos efectos sobre la actividad podrían alcanzar su máxima intensidad con un desfase de entre 18 y 24 meses (Banco de España, 2023), apuntan a una cierta moderación en el ritmo de avance del PIB en el área del euro en la segunda mitad del año.
- Con todo esto, en el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de junio se prevé un crecimiento del PIB para la UEM en 2023 y en 2024 del 0,9% y del 1,5%, respectivamente —0,1 pp por debajo de los crecimientos contemplados en marzo en ambos casos—, mientras que se mantiene prácticamente sin cambios el avance del producto previsto para 2025 (véase gráfico 5.b).

Gráfico 5

### 5.a UEM. Senda del PIB (tasa de variación intertrimestral)



### 5.b UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: Comisión Europea, Consensus Economics, Eurosistema y Eurostat.

a Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

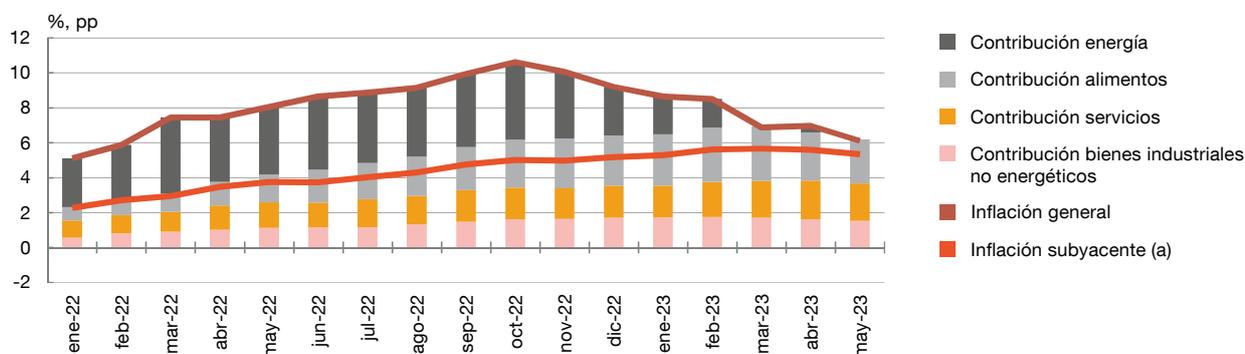


## 6 A pesar de mantener una senda descendente, la inflación en la UEM permanece en niveles elevados, fruto del dinamismo mostrado por los precios de los alimentos y de los servicios

- La inflación general en el área del euro prolongó su senda descendente en mayo, hasta situarse en el 6,1 % (véase gráfico 6.a). A diferencia de lo observado durante buena parte de 2022, en estas presiones inflacionistas, aún muy elevadas, la contribución del componente energético fue prácticamente nula, mientras que las de los alimentos y los servicios apenas se redujeron desde sus máximos recientes. En este sentido, la inflación subyacente —que refleja la evolución de los precios de los servicios y de los bienes industriales no energéticos— se situó en el 5,3 % en mayo, solo 0,4 pp por debajo del máximo alcanzado en marzo.
- La evolución futura de la inflación es muy incierta y depende de fuerzas contrapuestas. Por un lado, el descenso de los precios de la energía, la normalización de los cuellos de botella y la apreciación del euro abaratarían las importaciones y reducirían las presiones inflacionistas de origen externo. Por otro lado, la fortaleza de la actividad, especialmente en las ramas de servicios, y el dinamismo de los márgenes empresariales y de los salarios podrían aumentar las presiones inflacionistas de origen interno.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones de junio del Eurosistema ha revisado al alza las tasas de inflación promedio previstas para 2023, hasta el 5,4 % para la inflación general y el 5,1 % para la subyacente —frente a las tasas del 5,3 % y del 4,6 % contempladas en marzo—. En el resto del horizonte de proyección, se sigue esperando una moderación gradual de las actuales presiones inflacionistas —hasta el 3 % en 2024 y el 2,2 % en 2025, en el caso de la inflación general—, en línea con lo proyectado en marzo.

Gráfico 6

6.a Inflación en el área del euro y contribución de los componentes



FUENTE: Eurostat.

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

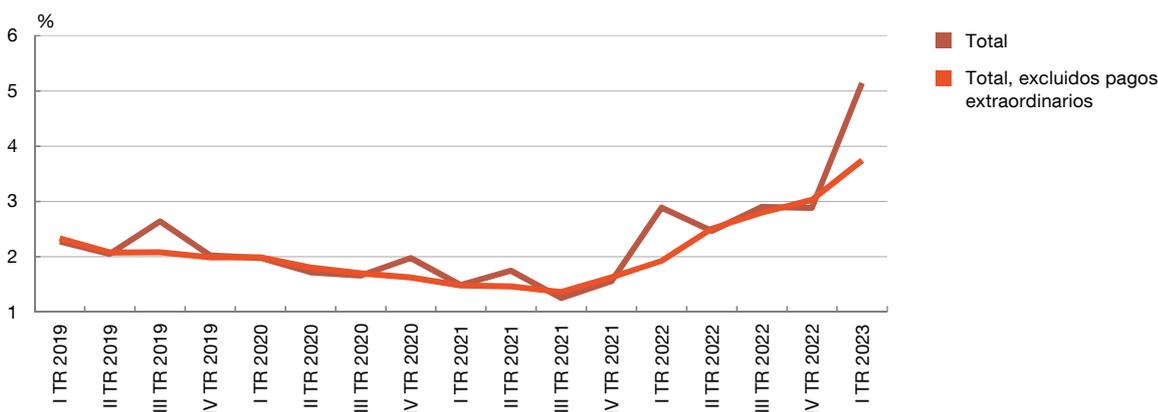


## 7 La incertidumbre que rodea a las previsiones de crecimiento e inflación del área del euro es muy elevada y responde a factores de origen externo e interno

- En el ámbito externo, las principales fuentes de incertidumbre están relacionadas con la evolución de las actuales tensiones geopolíticas —especialmente, de las asociadas con la guerra en Ucrania— y con el impacto que el rápido e intenso endurecimiento de la política monetaria a nivel global podría tener sobre los agregados macroeconómicos y sobre los mercados financieros internacionales.
- En el ámbito interno, la posibilidad de que se produzcan efectos de segunda vuelta significativos vía salarios o márgenes empresariales supone un riesgo al alza para las previsiones de inflación y a la baja para las de crecimiento, especialmente en un contexto en el que el mercado de trabajo de la UEM continúa mostrando un elevado dinamismo (véase gráfico 7.a) y en el que la demanda en determinados sectores sigue exhibiendo una notable fortaleza. Asimismo, la reforma del marco europeo de gobernanza fiscal, y su impacto sobre el tono de la política fiscal de los diferentes Estados miembros en los próximos años, también constituye un importante elemento de incertidumbre sobre las previsiones de crecimiento e inflación de la UEM en el medio plazo.

Gráfico 7

7.a UEM. Salarios negociados. Tasas de variación interanual



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

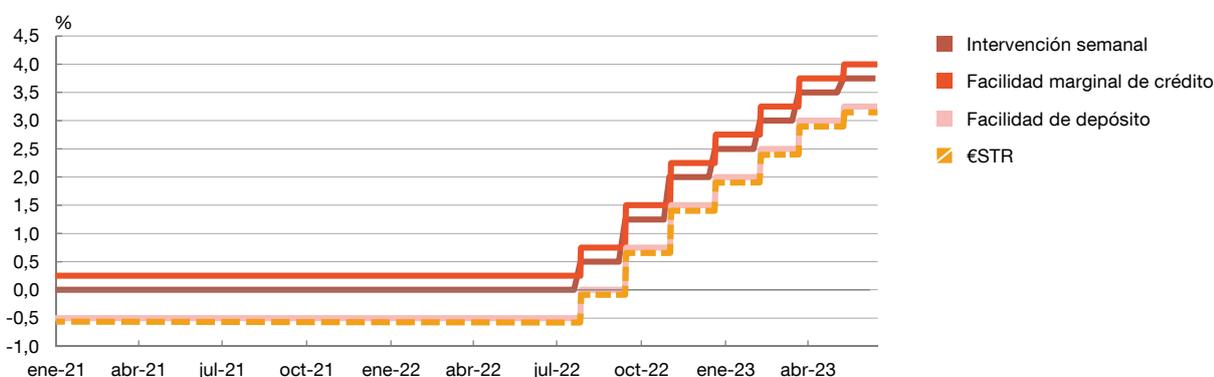


## 8 El Banco Central Europeo ha continuado incrementando sus tipos de interés oficiales para lograr que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2% a medio plazo

- Aunque la inflación en el área del euro ha disminuido, las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema apuntan a que seguirá siendo demasiado alta durante demasiado tiempo. En consecuencia, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE ha continuado con su proceso de endurecimiento de la política monetaria. En su reunión de junio, el CG del BCE decidió subir los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta situar el tipo de la facilidad de depósito en el 3,50 %<sup>1</sup>. A raíz de ello, los tipos de interés oficiales del BCE han experimentado una subida acumulada de 400 pb desde julio de 2022 (véase gráfico 8.a).
- De cara a futuro, el CG del BCE continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés seguirán apoyadas en su valoración conjunta de tres elementos: i) las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros; ii) la dinámica de la inflación subyacente, y iii) la intensidad de la transmisión de la política monetaria.
- Además, en línea con lo anunciado en la reunión de mayo, el CG del BCE confirmó en junio que pondrá fin a las reinversiones de los valores que vayan venciendo en el marco de su programa de compras de activos APP a partir de julio de 2023. Esta decisión, con la que seguirá reduciendo el tamaño del balance del Eurosistema, contribuye al endurecimiento de las condiciones financieras y complementa, por tanto, las subidas de tipos de interés.

Gráfico 8

### 8.a Tipos de interés oficiales del BCE y €STR



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 15.6.2023.



1 Con efectos a partir del 21 de junio de 2023.

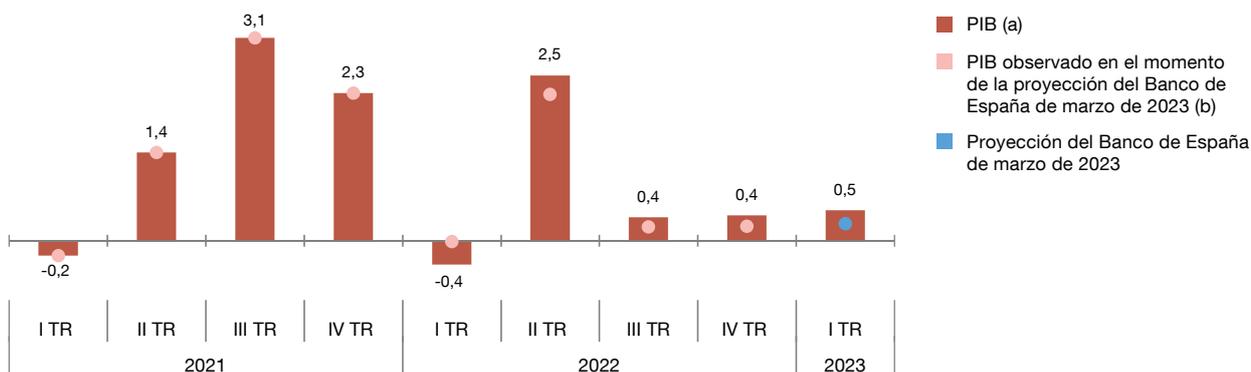
## 9 En España, el PIB avanzó con un vigor mayor de lo esperado en el primer trimestre de 2023, debido a la contribución de la demanda exterior neta

- El PIB de la economía española creció a un ritmo del 0,5 % intertrimestral en el primer trimestre del año, tasa ligeramente superior a la prevista en el ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en marzo, y también a la registrada en el último trimestre de 2022. Además, de acuerdo con el avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) a finales de abril, se ha producido una revisión de datos que conlleva tasas de crecimiento intertrimestral más elevadas en los tres últimos trimestres de 2022 (véase gráfico 9.a).
- La información provisional facilitada por el INE apunta a que el avance del producto en el primer trimestre de 2023 se debió a la aportación de la demanda exterior neta —de 1,3 pp—, mientras que la contribución de la demanda interna fue negativa —de 0,8 pp—, en un contexto en el que el dinamismo de la inversión no fue suficiente para compensar el retroceso que registró el consumo privado.
- Desde la perspectiva de la oferta, las ramas de actividad que experimentaron un mayor dinamismo en los primeros tres meses del año fueron las vinculadas con el sector primario y con los sectores de comercio, transporte y hostelería. Por su parte, las actividades financieras y de seguros registraron los mayores retrocesos, mientras que las ramas ligadas a la industria mostraron una cierta atonía.
- Como resultado de estos desarrollos, en el primer trimestre del año, el PIB de la economía española se situó un 0,2 % por debajo del observado a finales de 2019. A modo de comparación, en el mismo período, el PIB del conjunto del área del euro superó en un 2,2 % dicha referencia.

Gráfico 9

### 9.a Evolución del PIB de España

Tasa de variación intertrimestral, %



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Última serie publicada por el INE (28 de abril de 2023).

b Última serie de PIB disponible durante el ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo de 2023 (27 de enero de 2023). Posteriormente, el 24 de marzo, el INE publicó la segunda estimación de la CNTR correspondiente al cuarto trimestre de 2022, que apenas presentó cambios en la evolución intertrimestral del PIB respecto a la serie publicada el 27 de enero.



## 10 Los indicadores coyunturales más recientes sugieren, en conjunto, que el dinamismo de la actividad económica española podría haberse acelerado ligeramente en el segundo trimestre

- De acuerdo con los distintos indicadores disponibles, que ofrecen información parcial y aún incompleta sobre el comportamiento de la actividad en el segundo trimestre del año, el ritmo de avance del PIB español en este período podría situarse en el entorno del 0,6 % intertrimestral. No obstante, la incertidumbre que rodea a dicha estimación es muy elevada<sup>2</sup>.
- Entre los indicadores coherentes con un mayor vigor de la actividad en el segundo trimestre destacan los de confianza. Así, por ejemplo, en el promedio de abril y mayo, los PMI alcanzaron niveles superiores a los registrados en los tres primeros meses del año (véase gráfico 10.a), especialmente en el caso de las ramas de servicios.
- En el mismo sentido apuntan los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), según los cuales la facturación de las empresas españolas habría mostrado un mayor dinamismo en el segundo trimestre del año en comparación con el primero (véase gráfico 10.a)<sup>3</sup>.
- No obstante, algunos de los indicadores más recientes —por ejemplo, los referidos a la creación de empleo— apuntan a cierta moderación de la actividad en el tramo final del segundo trimestre.

Gráfico 10

10.a Facturación EBAE y PMI compuesto (a) (b)



FUENTES: EBAE (Banco de España) y S&P Global.

- a Las respuestas cualitativas de la EBAE se traducen a una escala numérica según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2.
- b El dato del PMI compuesto del segundo trimestre de 2023 es el promedio de los meses de abril y mayo.



<sup>2</sup> Para más detalles, véanse las [Proyecciones](#) de este Informe.

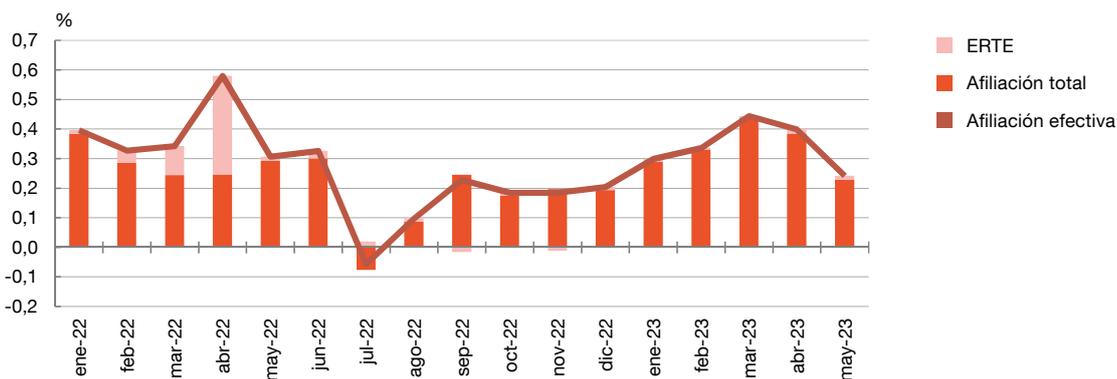
<sup>3</sup> Para más detalles, véase [Fernández Cerezo e Izquierdo \(2023\)](#).

## 11 La creación de empleo ha seguido evidenciando un elevado dinamismo en los últimos meses, especialmente en determinadas ramas de servicios

- La afiliación a la Seguridad Social mostró un aumento mensual desestacionalizado del 0,4 % en abril y del 0,2 % en mayo (véase gráfico 11.a). Teniendo en cuenta estos incrementos y la evolución de la afiliación durante la primera quincena de junio —que apunta a un comportamiento más débil de la creación de empleo, en línea con lo observado en la segunda mitad de mayo—, cabría esperar que el avance intertrimestral del empleo para el conjunto del segundo trimestre se situara algo por encima del 0,9 % registrado en los tres primeros meses del año.
- Este buen comportamiento del empleo está siendo generalizado por ramas de actividad. No obstante, cabe destacar el vigor que el empleo ha registrado recientemente en las ramas de servicios vinculadas a las actividades turísticas, a las actividades de información y comunicaciones, así como a las actividades profesionales, científicas y técnicas. En algunas de estas ramas se está observando ya una cierta escasez de mano de obra, que podría explicar, al menos en parte, **las diferencias entre sectores en los incrementos salariales pactados para 2023**.

Gráfico 11

11.a Afiliación total, ERTE y afiliación efectiva (a)



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

a Tasa mensual desestacionalizada.

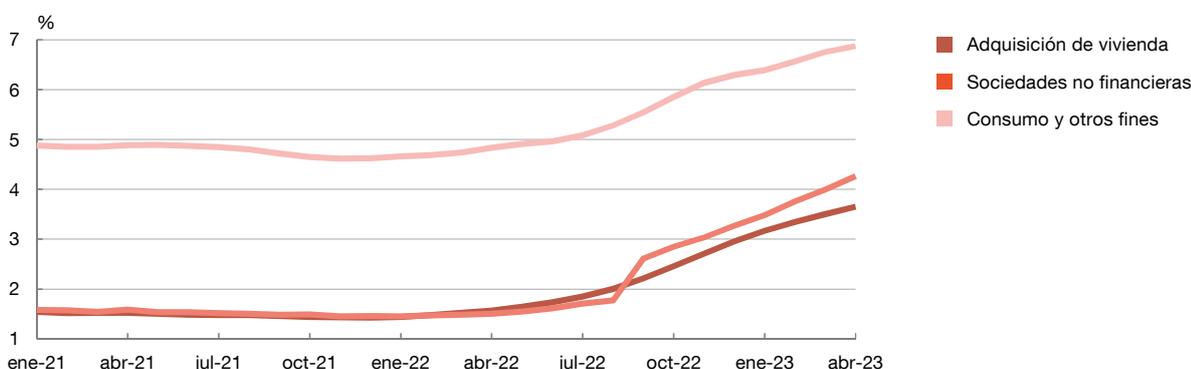


## 12 Las condiciones de financiación bancaria en España han prolongado su senda de endurecimiento progresivo

- La traslación del aumento de los tipos de interés de mercado a los de las nuevas operaciones de crédito ha continuado intensificándose en los últimos meses (véase gráfico 12.a), si bien en el segmento de vivienda con una mayor lentitud que en otros episodios anteriores de endurecimiento de la política monetaria (Banco de España, 2023).
- En una comparativa internacional, el coste de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito a empresas se sitúa en España en niveles similares a los de la UEM, mientras que en el segmento de consumo y otros fines dicho coste es mayor en España que en el promedio del área del euro —aunque la brecha existente se ha reducido en el período más reciente—.
- Por otra parte, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, durante el primer trimestre de 2023 los criterios de concesión y las condiciones aplicadas a los nuevos créditos se endurecieron de forma generalizada por cuarto trimestre consecutivo. Además, la demanda de crédito descendió en todos los segmentos, si bien lo hizo de forma particularmente acusada en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. De cara al segundo trimestre del año, los bancos anticipan una nueva contracción de la oferta y de la demanda de crédito.
- Estas dinámicas han continuado traducándose en una contracción de los volúmenes de la nueva financiación captada por los hogares —especialmente de la dirigida a la adquisición de vivienda— y, en menor medida, por las empresas.

Gráfico 12

12.a Coste de los nuevos préstamos bancarios (a)



FUENTE: Banco de España.

a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR) y están ajustados por componente estacional e irregular.

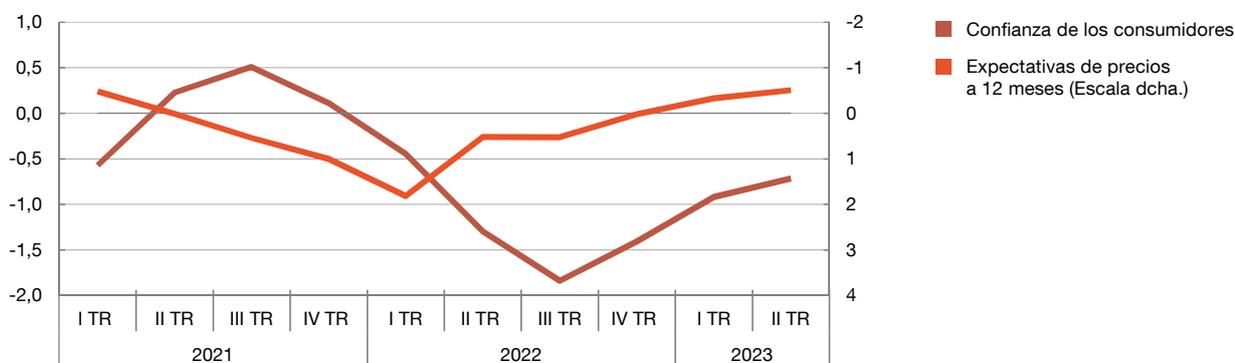


### 13 El consumo privado se habría recuperado levemente a lo largo del segundo trimestre, tras los retrocesos registrados en los trimestres precedentes

- El consumo privado se contrajo en los tres primeros meses de 2023, lastrado por la pérdida de poder adquisitivo que las familias han acumulado durante el **episodio inflacionista actual** y por los efectos adversos sobre su capacidad de gasto —especialmente en el caso de los hogares más endeudados— derivados del **endurecimiento de las condiciones de financiación bancaria**.
- No obstante, en el período transcurrido del segundo trimestre diversos factores apuntan a un mayor dinamismo del consumo de las familias respecto al trimestre precedente, si bien mantendría una cierta atonía. Entre dichos factores destacan, en particular, la **fortaleza que ha venido mostrando el empleo**, la mejora gradual que han registrado los **indicadores de confianza** y las perspectivas de una relajación progresiva de las presiones inflacionistas (véase gráfico 13.a) —que supondrán el cese del deterioro de la capacidad adquisitiva de las rentas laborales y ayudarán a apuntalar la confianza de los hogares—.
- En cualquier caso, en los próximos trimestres el ritmo de expansión del gasto de las familias seguiría viéndose limitado por unas condiciones financieras más restrictivas y por unos precios todavía elevados. Además, el aumento de los tipos de interés y del coste de la deuda podría incentivar a los hogares a destinar una mayor parte de su renta y del ahorro acumulado durante la pandemia a la amortización de préstamos (Alves y Martínez-Carrascal, 2023).

Gráfico 13

13.a Indicadores relacionados con el gasto de las familias (datos normalizados) (a)



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

a Última observación disponible: mayo de 2023.

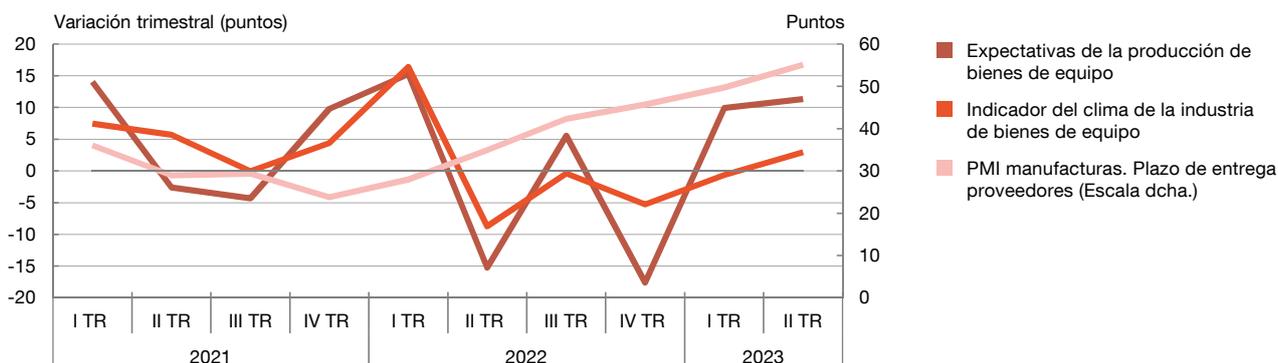


## 14 La inversión empresarial podría haber mantenido en los últimos meses la senda de reactivación que inició en el primer trimestre del año

- Tras la marcada debilidad que la inversión empresarial evidenció en el tramo final del año pasado, esta mostró un considerable dinamismo en los tres primeros meses de 2023, en parte favorecida por la moderación de los precios de la energía —que implica una reducción en los costes de producción— y por la disminución de los plazos de entrega —debido a la mejora en los cuellos de botella de las cadenas de suministros—, que contribuyeron a una mejora gradual en los indicadores de confianza.
- La prolongación de estas dinámicas en los últimos meses, junto con el despliegue paulatino de los proyectos asociados al programa NGEU, apuntaría a que la senda de recuperación de la inversión empresarial habría continuado en el segundo trimestre del año (véase gráfico 14.a).
- No obstante, al igual que en el caso del consumo de las familias, el progresivo endurecimiento de la política monetaria y su efecto sobre las condiciones de financiación de las empresas, así como la persistencia de unos elevados niveles de incertidumbre, seguirán actuando previsiblemente como factores limitantes de la inversión empresarial en los próximos trimestres.

Gráfico 14

14.a Indicadores de confianza de la industria (a)



FUENTES: S&P Global y Comisión Europea.

a Última observación disponible: mayo de 2023.

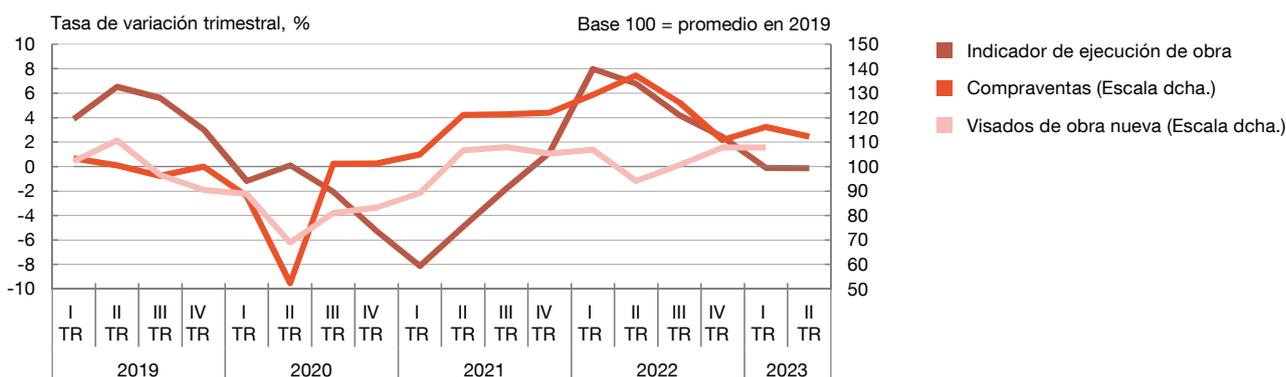


## 15 En el segundo trimestre, la inversión en vivienda habría mostrado, como en los trimestres precedentes, una cierta debilidad, lastrada por factores tanto de oferta como de demanda

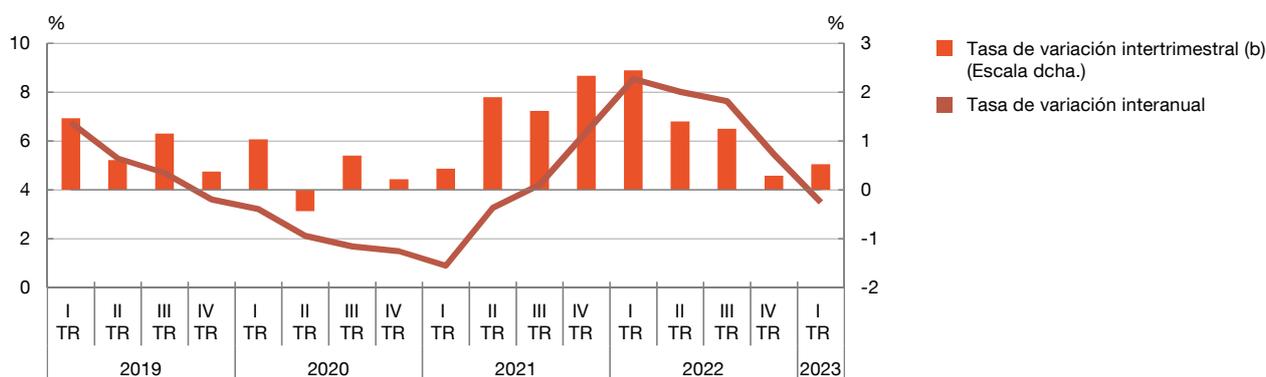
- Por el lado de la oferta, seguirían incidiendo negativamente sobre la inversión en vivienda el elevado coste de algunos de los materiales empleados en la construcción residencial, la escasez de mano de obra y el progresivo endurecimiento de las condiciones de financiación del sector (San Juan, 2023). A pesar de todo ello, los visados de obra nueva habrían mantenido una cierta estabilidad en los primeros meses del año (véase gráfico 15.a).
- Por el lado de la demanda, el endurecimiento de las condiciones de financiación de los hogares también habría lastrado de forma significativa la inversión en vivienda en los últimos trimestres, si bien las compraventas de vivienda muestran una cierta resiliencia desde principios de año (véase gráfico 15.a).
- Por su parte, en el primer trimestre del año el precio de la vivienda moderó su tasa de crecimiento interanual hasta el 3,5 %, frente a 5,5 % registrado en el trimestre precedente, lo que supuso un aumento del 0,5 % en términos intertrimestrales (véase gráfico 15.b).

Gráfico 15

### 15.a Evolución del indicador de ejecución de obra, de las compraventas de vivienda y de los visados de obra nueva (a)



### 15.b Evolución del precio de la vivienda



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana.

a Para el indicador de ejecución de obra se asume un calendario de ejecución de 3 meses desde que se emite el visado hasta el inicio de la obra y de 18 meses para la ejecución. Serie desestacionalizada para las compraventas de vivienda. El último dato observado de compraventas es de abril de 2023, cuya cifra desestacionalizada se toma para representar el conjunto del segundo trimestre de este año.

b Tasa calculada sobre la serie desestacionalizada.

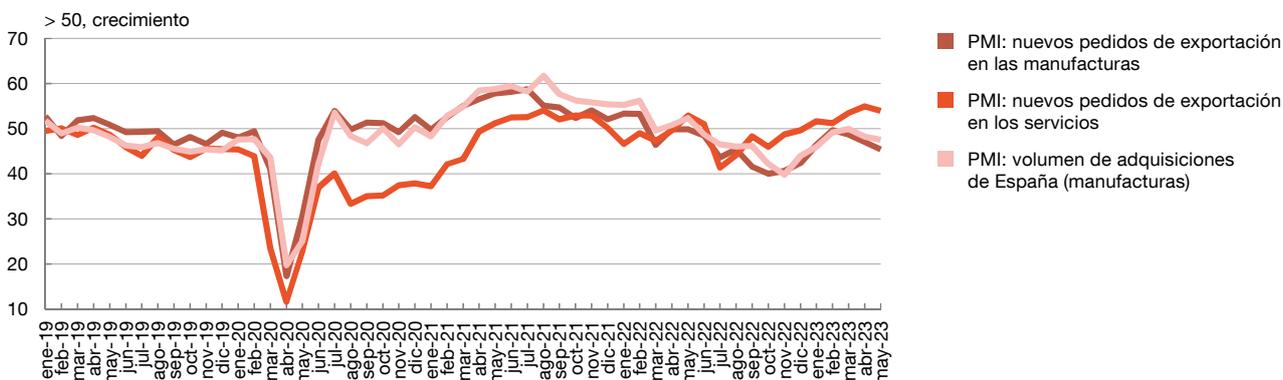


## 16 El sector exterior habría seguido contribuyendo positivamente al avance del PIB en los últimos meses, gracias al dinamismo de las exportaciones de servicios y a ciertas ganancias de competitividad

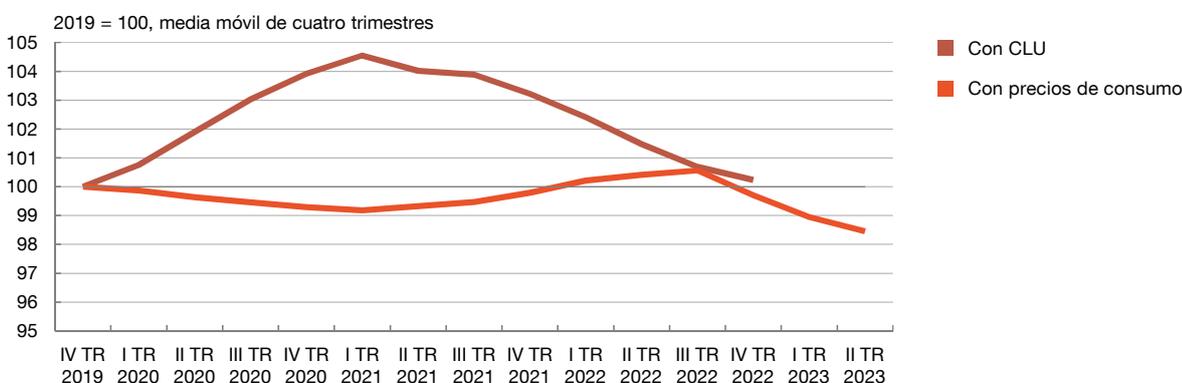
- En los primeros meses del año, el notable dinamismo de las exportaciones de servicios turísticos y no turísticos contrastó con la ralentización de las exportaciones de bienes. Estos patrones se habrían prolongado a lo largo del segundo trimestre, a tenor del comportamiento de los indicadores PMI referidos a los nuevos pedidos exteriores en el mes de mayo (véase gráfico 16.a).
- Por otra parte, la relativa **moderación salarial** que se está observando en nuestro país y una desaceleración de los precios más acusada que en el resto de la UEM habrían redundado recientemente en mejoras en la competitividad de la economía española frente a nuestros principales socios comerciales. En esta dirección apuntan, por ejemplo, los indicadores de competitividad basados en los costes laborales unitarios (CLU) y en los precios de consumo relativos frente a la UEM (véase gráfico 16.b).
- En todo caso, cabría esperar que, en el segundo trimestre, las importaciones —que han mostrado un perfil muy volátil en los trimestres precedentes— se vean sostenidas en cierta medida por el dinamismo de la inversión en bienes de equipo. Esto daría como resultado una moderación de la aportación positiva de la demanda externa neta al crecimiento del PIB en el trimestre en curso respecto al primero.

Gráfico 16

### 16.a Índices de gestores de compras



### 16.b Indicadores de competitividad de España frente a la zona del euro (a)



FUENTES: Markit y Banco Central Europeo.

a Aumentos (disminuciones) de los índices reflejan pérdidas (ganancias) de competitividad. Para el segundo trimestre de 2023, datos hasta mayo.

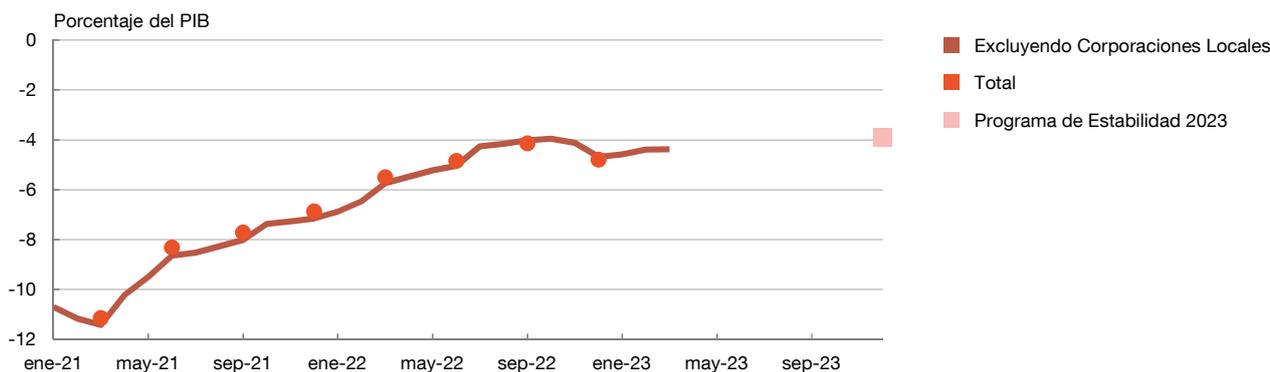


## 17 El sector público continuaría actuando como un soporte adicional de la actividad

- La extensión a 2023 de buena parte de las medidas de apoyo desplegadas frente a la crisis energética, las subidas aprobadas para los sueldos de los empleados públicos y las pensiones, y el avance de los gastos financiados con el programa NGEU habrían supuesto, en los últimos meses, un incremento del gasto público que más que compensaría el aumento de los ingresos que se deriva de los nuevos impuestos aprobados<sup>4</sup>. Todo ello conllevaría un impulso expansivo por parte del sector público sobre la actividad en el período más reciente.
- No obstante, en la medida en que el estímulo derivado del programa NGEU no tiene efectos sobre el saldo de las AAPP<sup>5</sup>, este impulso solo se vería parcialmente reflejado en las cuentas públicas. Así, en el primer trimestre del año, el saldo acumulado de 12 meses de las AAPP habría mejorado en 0,4 pp, pasando del -4,8 % del PIB al cierre de 2022 al -4,4 % en marzo (véase gráfico 17.a).
- A esta evolución contribuyó la recuperación de los ingresos, que se debió tanto al mayor dinamismo de la actividad como a los nuevos gravámenes introducidos y al crecimiento de otros ingresos —principalmente, intereses y dividendos—. Por el lado del gasto, destacó el avance de las prestaciones sociales, que aumentaron un 8,5 % con respecto a sus niveles del año anterior.

Gráfico 17

17.a Saldo presupuestario de las AAPP (a)



FUENTES: Banco de España e Intervención General de la Administración del Estado.

a La IGAE solo proporciona información del conjunto de las AAPP con frecuencia trimestral.



4 Principalmente, de los aumentos en las cotizaciones sociales, de los nuevos gravámenes al sector financiero, al sector energético y a las grandes fortunas, y de los nuevos impuestos sobre plásticos y residuos. El impacto conjunto de estas medidas sobre los ingresos públicos de 2023 se estima en unas seis décimas de PIB.

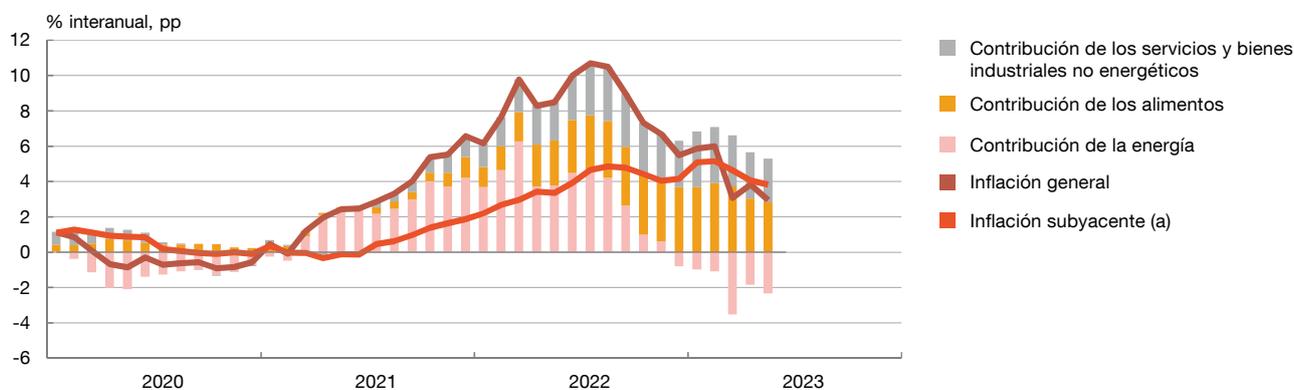
5 Por convención, en el mismo momento en el que se registran los gastos financiados a cargo del programa NGEU, se contabilizan los ingresos correspondientes por el mismo importe, de forma que el impacto de dicho programa sobre el saldo agregado de las AAPP es nulo.

## 18 La inflación general prosigue su senda de moderación, debido al componente energético, al tiempo que, en los meses más recientes, se aprecian señales incipientes de desaceleración en los precios de los alimentos y en la inflación subyacente

- La inflación en España se situó en mayo en el 2,9% —por debajo de lo esperado y de la **tasa de inflación registrada en el área del euro**—, lo que supone una reducción de 7,8 pp con respecto a la tasa máxima del 10,7% alcanzada en julio de 2022 (véase gráfico 18.a).
- Hasta el momento, esta corrección se ha apoyado, fundamentalmente, en la desaceleración del componente energético de los precios. No obstante, en el período transcurrido del segundo trimestre también parecen haber iniciado una moderada tendencia de desaceleración tanto los precios de los alimentos —especialmente visible en el caso de las partidas de aceites, de pan y cereales, y de productos lácteos— como los de la inflación subyacente —este es el caso, por ejemplo, de las partidas de transporte y, más recientemente, de las partidas relacionadas con la vivienda, el ocio, la restauración y el turismo—.
- En todo caso, de cara al futuro, diversos factores podrían redundar en una cierta resistencia a la baja de las actuales presiones inflacionistas<sup>6</sup>. Entre dichos factores destacan, por ejemplo, la existencia de posibles asimetrías en la traslación a los precios de consumo de las variaciones en los precios de la energía —esto es, una traslación más lenta de las bajadas en los costes energéticos que de las subidas—, la sequía —que supone un riesgo al alza en la evolución futura de los precios de determinados alimentos—<sup>7</sup> y la posibilidad de que puedan producirse efectos de segunda vuelta sobre la inflación a través de **salarios y/o márgenes empresariales**.

Gráfico 18

18.a Inflación en España: evolución y contribución de los componentes



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.



<sup>6</sup> Para más detalles sobre las perspectivas futuras de la inflación, véanse las **Proyecciones** de este Informe.

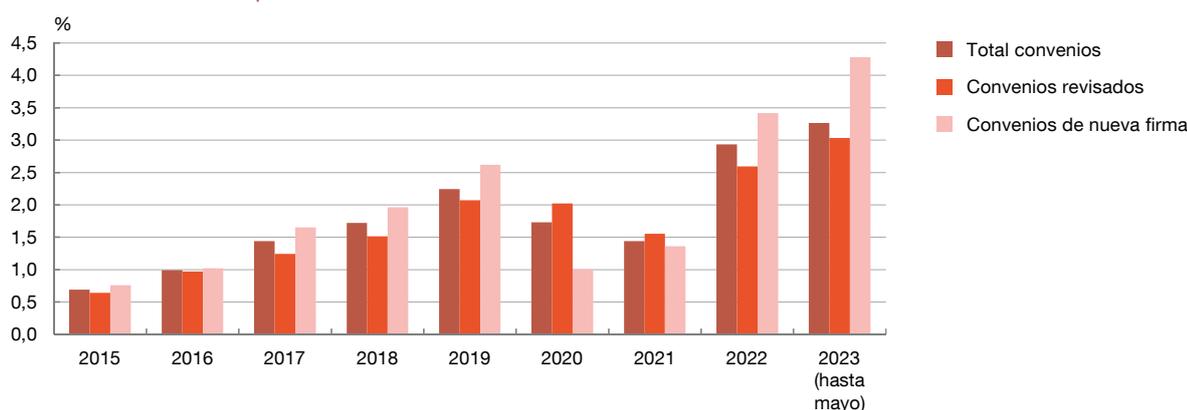
<sup>7</sup> Se estima que el peso de los productos alimentarios afectados por la sequía sería de entre un 15% y un 20% del total del componente de alimentos en el IAPC.

## 19 Los salarios continúan registrando incrementos moderados en términos generales, que tienden a ser ligeramente mayores en aquellos sectores más afectados por la escasez de mano de obra

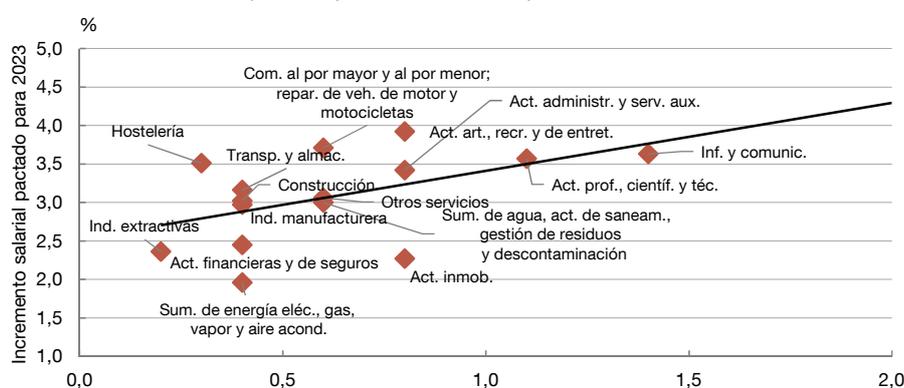
- De acuerdo con la información referida a los convenios colectivos registrados hasta el mes de mayo, el incremento salarial medio pactado para 2023 se sitúa en el 3,3 %, ligeramente superior al 2,9 % acordado para el año pasado. Dentro de este conjunto de convenios, aquellos firmados en 2023 —que afectan a alrededor de 1,5 millones de trabajadores— establecen un incremento salarial medio más alto, del 4,3 % (véase gráfico 19.a).
- Por ramas de actividad, los incrementos salariales pactados para 2023 tienden a ser más elevados en aquellas en las que se observa una mayor escasez de trabajadores (aproximada por la tasa de vacantes), tales como las actividades de información y comunicaciones, y las actividades profesionales, científicas y técnicas (véase gráfico 19.b).
- De cara al futuro, el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, firmado recientemente por los principales agentes sociales de nuestro país, incluye unas recomendaciones de incrementos salariales —del 4 % para 2023 y del 3 % para 2024 y 2025— que mitigan notablemente los riesgos de aparición de efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación a través de los salarios.

Gráfico 19

### 19.a Incremento salarial pactado



### 19.b Incremento salarial pactado y tasa de vacantes, por ramas de actividad



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social, y Eurostat.

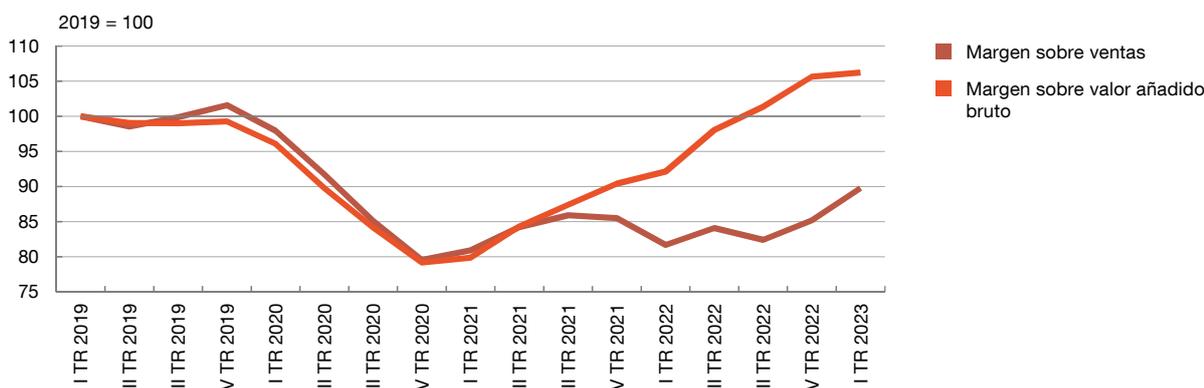


## 20 Los márgenes empresariales habrían prolongado su senda de recuperación en los primeros meses de 2023, si bien con una elevada heterogeneidad entre sectores

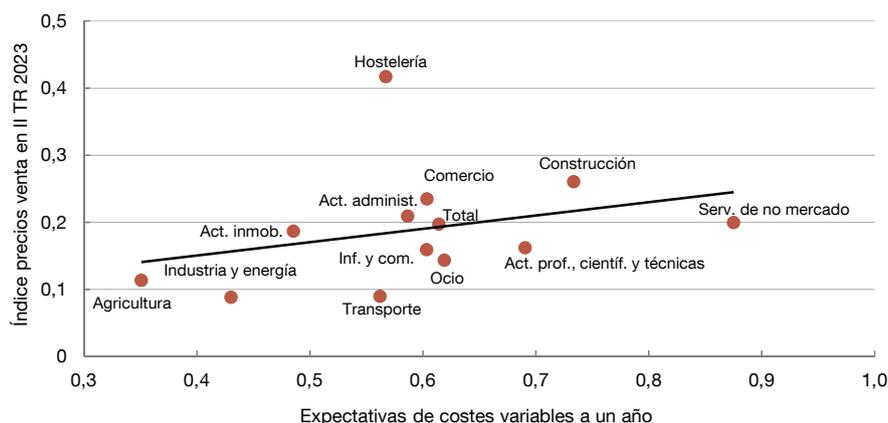
- De acuerdo con la información de la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España, los márgenes empresariales —aproximados tanto por la ratio entre el resultado económico bruto (REB) y el VAB como por la ratio entre el REB y las ventas— habrían repuntado en el primer trimestre de 2023, si bien el margen sobre ventas aún se encontraría por debajo del nivel que registraba en 2019 (véase gráfico 20.a).
- En cualquier caso, los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) apuntan a una elevada heterogeneidad sectorial en el dinamismo de los precios de venta, que, al menos en parte, se explicaría por las diferencias en las expectativas de las empresas sobre los incrementos de costes en el futuro (véase gráfico 20.b). En la medida en que estas expectativas han comenzado a moderarse en los últimos meses, cabría esperar una cierta ralentización en las alzas de los precios y de los márgenes empresariales en el futuro (Glover, Mustre-del-Río y Ende-Becker, 2023).

Gráfico 20

20.a Evolución de los márgenes empresariales según la CBT (a)



20.b Precios de venta y expectativas de costes de las empresas (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El margen sobre ventas se define como el cociente entre el REB y el importe neto de la cifra de negocios, y el margen sobre valor añadido bruto como la ratio REB/VAB. Ambas métricas proceden de la CBT. Datos acumulados de cuatro trimestres.
- b Resultados de la EBAE del II TR 2023. 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. Los costes variables se calculan ponderando los costes intermedios y los laborales por sus pesos calculados con datos de la Contabilidad Nacional.



## 21 Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan al alza el crecimiento del PIB en 2023 y a la baja la tasa de inflación general promedio durante este año

- La última sección de este Informe describe los rasgos más destacados de las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española en el horizonte 2023-2025.
- Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB de nuestro país crecerá a tasas del 2,3 %, 2,2 % y 2,1 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente. En comparación con las proyecciones publicadas en marzo, las actuales comportan una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2023 de 0,7 pp, fundamentalmente como consecuencia de un avance más intenso del producto en la parte transcurrida del año y de la **revisión de los datos referidos a 2022 que se desprende del avance de la CNTR publicado por el Instituto Nacional de Estadística** el pasado mes de abril. Por otro lado, los supuestos referidos al precio de las materias primas son ahora algo más favorables para el crecimiento en 2023, si bien dicho efecto se compensa con un impacto más negativo sobre la actividad del endurecimiento de las condiciones de financiación que el incorporado en el ejercicio de marzo. Respecto al resto del horizonte, el crecimiento previsto para 2024 se revisa ligeramente a la baja, en 0,1 pp, mientras que se mantiene sin cambios para 2025.
- Por otra parte, en comparación con las proyecciones de marzo, se revisa a la baja en 0,5 pp la tasa de inflación media en 2023, hasta el 3,2 %. Esta revisión se explica principalmente por una desaceleración más acusada de la prevista en los precios de la energía —tanto en los últimos meses como de cara al futuro— y, en menor medida, en los precios de los alimentos. Respecto al resto del horizonte de proyección, en línea con las previsiones realizadas en marzo, se espera un repunte en la tasa de inflación general hasta el 3,6 % en 2024 —como resultado de la reversión de las medidas desplegadas por las autoridades para hacer frente a la crisis energética—, y una posterior moderación, hasta el 1,8 %, en 2025.
- En un contexto en el que el grado de incertidumbre continúa siendo elevado, los riesgos en torno a las proyecciones de crecimiento están orientados fundamentalmente a la baja, mientras que, en el caso de la inflación, se consideran equilibrados.

Esquema 1

	2023	2024	2025
PIB	<p><b>2,3 %</b></p> <hr/> <p>↑ 0,7 pp</p>	<p><b>2,2 %</b></p> <hr/> <p>↓ 0,1 pp</p>	<p><b>2,1 %</b></p> <hr/> <p>=</p>
Inflación	<p><b>3,2 %</b></p> <hr/> <p>↓ 0,5 pp</p>	<p><b>3,6 %</b></p> <hr/> <p>=</p>	<p><b>1,8 %</b></p> <hr/> <p>=</p>

FUENTE: Banco de España.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA  
ESPAÑOLA (2023-2025)**

## Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)

Esta sección describe los principales rasgos de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el crecimiento del PIB de nuestro país —que en 2022 alcanzó el 5,5 % en términos reales— se situará en el 2,3 %, 2,2 % y 2,1 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente (véase cuadro 1)<sup>1</sup>. Por el lado de los precios, la inflación general —que en el promedio de 2022 se situó en el 8,3 %— descenderá hasta el 3,2 % en 2023 y experimentará un cierto repunte hasta el 3,6 % en 2024, antes de reducirse hasta el 1,8 % en 2025. Por su parte, el componente subyacente de los precios crecerá un 4,1 % este año —tres décimas más que en 2022— y se desacelerará hasta el 2,1 % y el 1,7 % en los dos años siguientes.

### Actividad

**El comportamiento de la actividad al inicio del año fue más dinámico de lo estimado hace unos meses.** El crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2023 alcanzó el 0,5 % intertrimestral, según los datos de avance publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE). Esta tasa fue dos décimas superior a la que el Banco de España había anticipado en sus proyecciones de marzo<sup>2</sup>. Los motores del crecimiento en este trimestre fueron la demanda exterior neta —con una contribución positiva de 1,3 puntos porcentuales (pp) al avance del producto— y la inversión, especialmente la que se materializa en bienes de equipo. Por el contrario, el consumo de los hogares, cuyas rentas reales acumulan una merma significativa desde el comienzo del actual episodio inflacionista, descendió por segundo trimestre consecutivo.

**Junto con la publicación de los datos preliminares para los primeros meses de 2023, el INE revisó el ajuste estacional de los datos históricos.** En concreto, se revisó a la baja el crecimiento intertrimestral del PIB del primer trimestre de 2022, y al alza el de los tres trimestres restantes<sup>3</sup>. Estos cambios conllevan, en conjunto, un notable efecto arrastre positivo, de unas tres décimas, para el crecimiento del PIB en el año en curso.

1 Las proyecciones actuales incorporan la nueva información conocida desde que se publicaran las anteriores, el pasado 22 de marzo. En particular, esta nueva información incluye la estimación de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre de 2023 —que supuso, además, revisiones significativas de los datos de los trimestres anteriores—, las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales del último trimestre del año pasado y la información coyuntural de más alta frecuencia conocida desde la fecha de cierre de las proyecciones de marzo. Además, se han considerado los cambios observados en los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para la proyección de los distintos agregados macroeconómicos (véase cuadro 2). La fecha de cierre de la recogida de información es el 23 de mayo, salvo en lo que respecta a los supuestos para la evolución de los mercados de exportación, cuya fecha de cierre es el 29 de mayo.

2 Véase “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2023. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-it-Proy.pdf>

3 En concreto, las magnitudes respectivas de las revisiones en las tasas de crecimiento del PIB en cada uno de los cuatro trimestres de 2022 han sido de -0,4 pp, 0,3 pp, 0,1 pp y 0,2 pp.

Cuadro 1

**Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025) (a)**

Tasas de variación anual (%)

	PIB				IAPC				IAPC sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Junio de 2023	5,5	2,3	2,2	2,1	8,3	3,2	3,6	1,8	3,8	4,1	2,1	1,7	12,9	12,2	11,5	11,3
Marzo de 2023	5,5	1,6	2,3	2,1	8,3	3,7	3,6	1,8	3,8	3,9	2,2	1,8	12,9	12,7	12,3	12,0

**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2023.

**a** Fecha de cierre de las proyecciones: 31 de mayo de 2023.**b** Media anual.

Cuadro 2

**Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)**

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

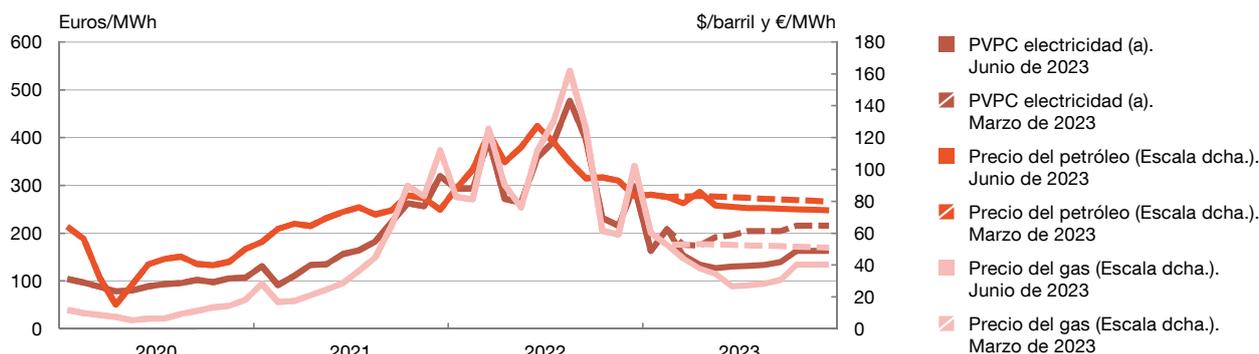
	Proyecciones de junio de 2023				Diferencia entre las previsiones actuales y las de marzo de 2023 (b)		
	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mercados de exportación de España (c)	8,0	0,8	3,1	2,9	-1,8	0,1	-0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	103,7	78,0	72,6	70,4	-3,8	-4,6	-3,2
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,05	1,08	1,09	1,09	0,02	0,02	0,02
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	112,1	115,4	115,6	115,6	1,4	1,7	1,7
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	0,3	3,4	3,4	2,9	-0,1	-0,4	-0,3
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	2,2	3,5	3,6	3,8	-0,2	-0,2	-0,2

**FUENTES:** Banco Central Europeo y Banco de España.**a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 29 de mayo para los mercados de exportación de España y 23 de mayo para el resto de las variables. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.**b** Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.**c** Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro*, de junio de 2023.**d** Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.**e** Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

**En el segundo trimestre de 2023, el dinamismo de la actividad económica se habría elevado ligeramente.** En concreto, se estima, con las cautelas que se desprenden del carácter incompleto de la información disponible, que el crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo trimestre podría situarse en el entorno del 0,6 %. En este sentido, la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) muestra una mejoría en

Gráfico 1

## 1.a Evolución de los precios de la energía



FUENTES: Mercado Ibérico del Gas, Operador del Mercado Ibérico - Polo Portugués y Reuters.

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

la percepción de las empresas acerca de la evolución de su facturación en el trimestre en curso en comparación con el precedente<sup>4</sup>. Asimismo, en el promedio de abril y mayo, tanto el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social como los indicadores de confianza de empresas y hogares alcanzaron niveles superiores a los registrados en los tres primeros meses del año.

**La expansión de la actividad en los meses transcurridos de 2023 ha respondido a una confluencia de distintos factores.** En particular, el crecimiento económico se ha visto favorecido recientemente por el abaratamiento adicional del gas —y, como consecuencia de ello, también de la electricidad (véase gráfico 1)—, la positiva evolución económica global, los avances en la resolución de los cuellos de botella en los procesos productivos, la estabilización de los mercados financieros tras el episodio de turbulencias de marzo, y el elevado dinamismo que han seguido mostrando en los últimos meses los servicios vinculados a las actividades turísticas y de mayor exposición social —en contraste con la debilidad que han evidenciado las manufacturas—. Además, **el sector público habría continuado actuando como un soporte adicional de la actividad.**

**No obstante, la información referida al tramo final del segundo trimestre resulta compatible con una cierta moderación en la fortaleza de la actividad.** Así, por ejemplo, aunque los indicadores de confianza y de afiliación a la Seguridad Social disponibles apuntan a que en el segundo trimestre la actividad ha mostrado mayor dinamismo que en el primero, los datos de mayo son algo menos positivos que los de abril. También se han detectado señales similares de pérdida reciente de vigor a escala global, especialmente en lo que respecta a la economía china y a la del área del euro. En concreto, de acuerdo con la última revisión de las cifras de la Contabilidad Nacional publicadas por Eurostat, el PIB de la Unión Económica y Monetaria retrocedió un 0,1 % en el primer trimestre del año. Con ello, esta área encadenó dos trimestres

4 Véase Fernández Cerezo e Izquierdo (2023).

consecutivos de contracción económica —aunque muy modesta— y, por tanto, registró una recesión técnica. Además, los indicadores coyunturales más recientes para esta región apuntarían a que el ritmo de avance del producto en el trimestre en curso sería inferior al proyectado unos meses atrás.

**En todo caso, se espera que, en una coyuntura aún compleja y muy incierta, la expansión de la actividad económica continúe en los próximos trimestres.** A este avance contribuirían, entre otros factores, la resiliencia del mercado laboral —que favorecerá la recuperación del consumo de los hogares, al ayudar a reducir el ahorro por motivos precautorios—, la disminución de las presiones inflacionistas —que, en un contexto de moderado repunte de los crecimientos salariales, está permitiendo que cese el deterioro de la capacidad adquisitiva de las rentas laborales y está ayudando a apuntalar la confianza de los hogares—, y la intensificación prevista en el despliegue de los proyectos acogidos al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia —lo que se plasmará en un mayor vigor de la inversión empresarial—. Además, las exportaciones de bienes se verán favorecidas en los próximos trimestres por la desaparición de las distorsiones que aún persisten en las cadenas de aprovisionamiento global y por las ganancias de competitividad que se derivan, frente al resto del área del euro, de la contención relativa de los costes laborales en España y, frente a terceros países, del descenso de los costes energéticos.

**A pesar de ello, el dinamismo de la actividad económica en los próximos trimestres se enfrentará a algunos obstáculos considerables.** Entre ellos destacan los que se derivan del endurecimiento que ya se ha observado en las condiciones financieras y del tensionamiento adicional de dichas condiciones que los agentes anticipan en el corto plazo. Estos obstáculos seguirán lastrando el ritmo de expansión del gasto de hogares y empresas. Además, aunque las perspectivas de evolución del turismo extranjero son positivas en el corto plazo, la magnitud de la contribución de las exportaciones turísticas al crecimiento del PIB será cada vez más reducida en el futuro, una vez que esta variable ha recuperado los niveles previos a la pandemia. Por último, la eliminación paulatina de las medidas aplicadas en respuesta a la crisis energética —que han ayudado a paliar las consecuencias de esta sobre los agentes privados y, por tanto, han proporcionado un soporte a la actividad desde que comenzara el repunte de la inflación— también restará dinamismo al avance del producto de la economía española durante el período de proyección.

**En términos de las tasas medias anuales, el PIB presentará un perfil relativamente plano a lo largo del horizonte de proyección.** En 2023, el PIB avanzará un 2,3 %, sustentado en el buen desempeño del sector exterior y de la formación bruta de capital (véase cuadro 3). En cambio, la contribución del consumo privado al crecimiento anual del producto será reducida, al verse lastrada por el retroceso que este componente de la demanda ha mostrado en los últimos trimestres y la atonía que mostraría en el trimestre en curso. El dinamismo de la actividad se moderará ligeramente en los dos años siguientes, en una décima en cada uno de ellos, hasta el 2,1 % en 2025. En todo caso, la composición del crecimiento del PIB en 2024 y 2025 será muy diferente a la proyectada en 2023, pues pasará a descansar, fundamentalmente, en la expansión del consumo privado (véase gráfico 2). Tras la debilidad que ha presentado en el arranque del año, este componente de la demanda mostrará una recuperación significativa en el segundo semestre de 2023, y seguirá creciendo, aunque de forma algo menos intensa, en el resto del

Cuadro 3

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

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

	2022	Proyecciones de junio de 2023			Proyecciones de marzo de 2023		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
PIB	5,5	2,3	2,2	2,1	1,6	2,3	2,1
Consumo privado	4,4	0,2	3,3	2,0	1,2	2,3	2,2
Consumo público	-0,7	0,6	0,8	1,3	0,5	0,8	1,2
Formación bruta de capital fijo	4,6	1,7	4,1	2,8	0,3	3,9	3,0
Exportación de bienes y de servicios	14,4	7,1	2,2	3,0	3,1	2,9	3,0
Importación de bienes y de servicios	7,9	3,2	4,0	3,1	1,8	3,1	3,1
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,1	0,6	2,8	2,0	1,0	2,3	2,1
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	2,4	1,7	-0,6	0,1	0,6	0,0	0,0
PIB nominal	10,0	6,8	5,4	4,1	5,3	5,4	4,1
Deflactor del PIB	4,3	4,4	3,2	2,0	3,6	3,0	1,9
IAPC	8,3	3,2	3,6	1,8	3,7	3,6	1,8
IAPC sin energía ni alimentos	3,8	4,1	2,1	1,7	3,9	2,2	1,8
Empleo (horas)	4,1	1,7	1,8	1,1	0,9	1,3	1,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,9	12,2	11,5	11,3	12,7	12,3	12,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,5	4,8	3,9	3,5	2,3	2,1	1,5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,8	-3,8	-3,4	-4,0	-4,1	-3,5	-4,4
Deuda de las AAPP (% del PIB)	113,2	109,7	107,4	108,0	111,1	108,8	109,9

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2023.

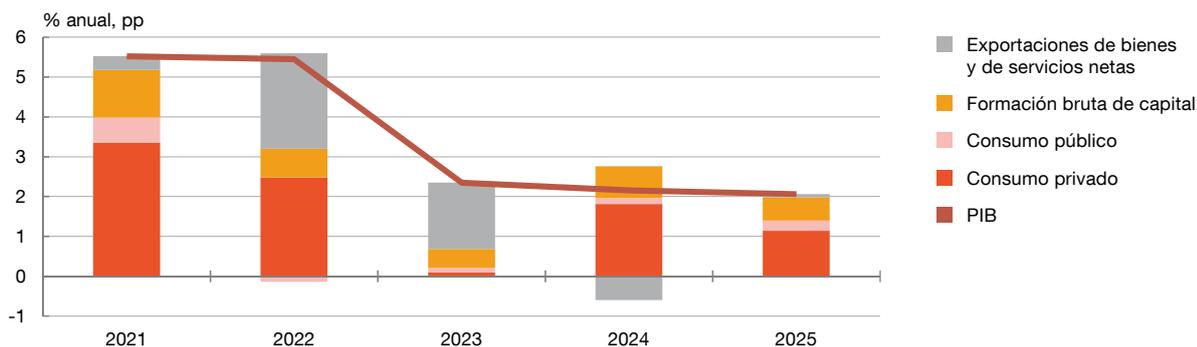
a Fecha de cierre de las proyecciones: 31 de mayo de 2023.

horizonte de proyección. Estos desarrollos seguirán viéndose apoyados en la disminución de las presiones inflacionistas y en la resistencia del mercado de trabajo. En concreto, de manera coherente con el avance previsto en el producto, se espera que la solidez que recientemente ha venido mostrando la creación de empleo se prolongue a lo largo del horizonte de proyección. Como consecuencia de ello, la tasa de paro descendería hasta situarse en el entorno del 11 % en el promedio de 2025, a pesar de que se anticipa un aumento de la población activa.

**Las actuales proyecciones comportan, en comparación con las precedentes, una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2023 de 0,7 pp** (véase gráfico 3.a). El principal factor que explica esta revisión es el efecto arrastre sobre la tasa media anual de este año al que dio lugar la sustancial revisión al alza de las tasas de crecimiento del PIB entre el segundo y el cuarto trimestre de 2022 que publicó el INE a finales de abril. Además, de acuerdo con el avance de la CNTR del primer trimestre del año, el crecimiento en este período sorprendió al alza en comparación con el que el Banco de España estimaba en sus proyecciones de marzo. En ausencia de otros cambios, la incorporación de estas dos piezas de información implicaría, conjuntamente,

Gráfico 2

## 2.a Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

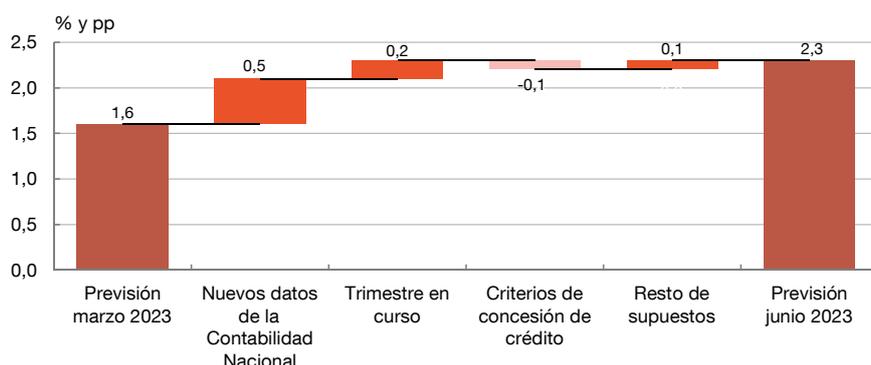
una revisión al alza de 0,5 pp en la tasa media de crecimiento del PIB de 2023. Por otra parte, en las proyecciones actuales se estima que el dinamismo de la actividad en el segundo trimestre será superior al previsto en marzo, lo que también contribuye a que se revise al alza el crecimiento del PIB en el conjunto de 2023. Por último, los nuevos supuestos sobre los que se condiciona el ejercicio de proyecciones no comportan revisiones significativas de la tasa de crecimiento de este año (véase cuadro 2). En particular, aunque los supuestos referidos a los precios de las materias primas son ahora más favorables para el avance de la actividad en el año en curso y un tipo de cambio algo más apreciado contribuye a un abaratamiento de estos bienes con respecto a lo proyectado en marzo, ello se ve compensado por el impacto más contractivo que, en comparación con lo previsto entonces, tendrían los condicionantes financieros, y, en particular, el endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito. Para 2024, los cambios en los supuestos se traducen en una ligera revisión a la baja —de 0,1 pp— del avance del PIB con respecto a marzo, como reflejo, fundamentalmente, de un endurecimiento de las condiciones de concesión de crédito más intenso de lo anticipado en marzo (véase gráfico 3.b).

## Precios y costes

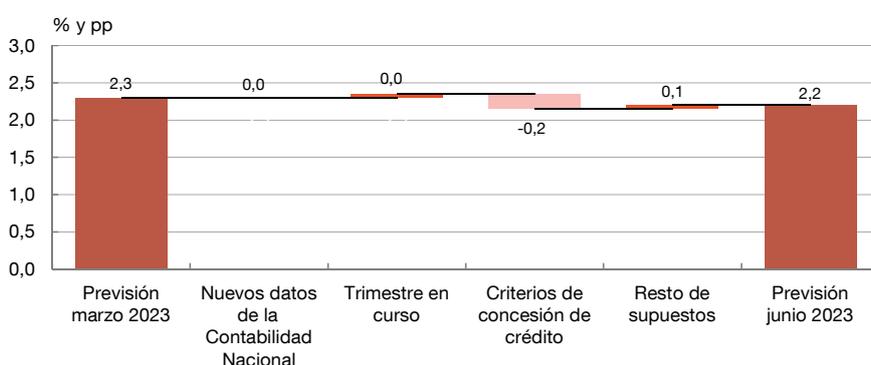
**La inflación general ha seguido descendiendo en el segundo trimestre.** En particular, la tasa de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en mayo en el 2,9 %, 2,5 pp menos que a finales de 2022 y 0,1 pp por debajo de la registrada en marzo (véase gráfico 4.a). Por componentes, los precios de los bienes de consumo energéticos han continuado reduciéndose de forma intensa en los últimos meses. En concreto, en mayo, el retroceso interanual de este componente fue del 19,5 %, en un contexto de elevada volatilidad en el que estas tasas de variación se están viendo muy afectadas por los efectos base derivados de los fuertes movimientos que presentaron estos precios en los meses en torno al inicio de la guerra en Ucrania.

Gráfico 3

## 3.a Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2023



## 3.b Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2024



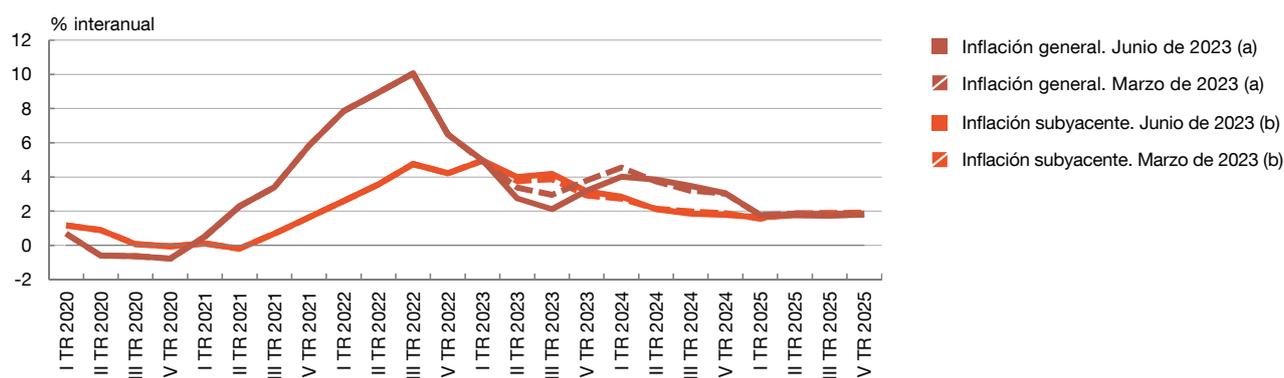
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

**El ritmo de avance interanual de los alimentos y la inflación subyacente han comenzado a mostrar señales incipientes de moderación.** Con una elevada probabilidad, la tasa de variación de los precios de los alimentos —que en mayo se situó en el 11,6 %— ya habría alcanzado su techo en el primer trimestre —en concreto, el 15,7 % en febrero—. Por su parte, la inflación subyacente, que en febrero había mostrado su registro más elevado desde el comienzo de la serie en 1997 —un 5,2 %—, disminuyó en mayo por tercer mes consecutivo, hasta el 3,8 %.

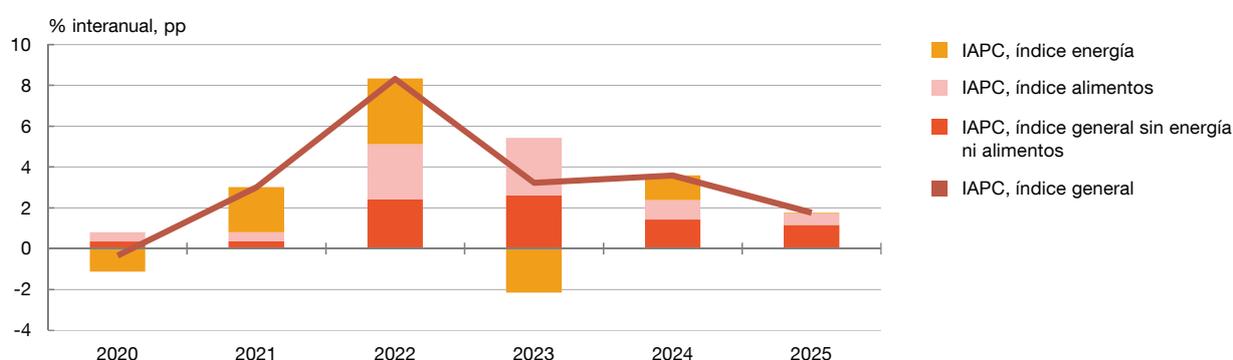
**La senda de la inflación general se verá determinada en el corto plazo por la trayectoria de los precios energéticos.** El proyectado abaratamiento de las materias primas energéticas, de acuerdo con sus cotizaciones en los mercados de futuros, se traducirá, hasta el final del verano, en disminuciones adicionales en los precios de los carburantes, del gas y de la electricidad. Sin embargo, en los últimos meses de 2023 se producirá un repunte en las tasas de variación interanual de estos precios, debido a efectos base que están ligados a las caídas que presentaron dichos precios a finales de 2022. Además, este incremento del ritmo de variación de los precios energéticos y, como consecuencia de ello, del IAPC general se prolongará al inicio de 2024, bajo el supuesto de que las principales medidas desplegadas por las autoridades para mitigar los efectos de la crisis energética expirarán a finales de 2023.

Gráfico 4

## 4.a Evolución de la inflación general y subyacente



## 4.b Contribuciones al crecimiento del IAPC por componentes



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

**El IAPC no energético moderará su ritmo de avance en la segunda mitad de este año, aunque ello no impedirá que su tasa media anual sea más elevada que en 2022.** En el caso de los precios de los alimentos, la desaceleración prevista se explica por el descenso de los costes de algunos insumos productivos, tras los fuertes incrementos que estos registraron durante buena parte del año pasado. No obstante, la reducción de algunas cosechas agrícolas debido a las condiciones meteorológicas adversas tenderá a limitar en cierta medida la moderación de estos precios. En cuanto a la inflación subyacente, su ralentización en el tramo final del año obedecerá, previsiblemente, al desvanecimiento de las distorsiones que todavía persisten en las cadenas globales de suministro, al impacto gradual del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda, a la desaparición de las presiones inflacionistas procedentes de la reapertura de la economía tras la pandemia y a la traslación progresiva —aunque con un cierto retardo— de las reducciones recientes de los costes energéticos a los precios del resto de los bienes y servicios (véase gráfico 4.a). Entre los componentes de la inflación subyacente, se espera que, al igual que ha ocurrido en los primeros meses de 2023, la desaceleración sea más pronunciada, en los próximos trimestres, en los bienes industriales no energéticos que en los

servicios, dadas sus respectivas estructuras de costes. En concreto, en el primer caso, los consumos intermedios —cuyos precios se han ralentizado, y en algunos casos reducido, recientemente— tienen un mayor peso relativo en los costes, mientras que, en el segundo, es más elevada la participación de los costes salariales —que están experimentando un modesto repunte—. Además, la elevada demanda que se prevé en la temporada estival para los servicios de ocio y turismo ejercerá una cierta presión al alza sobre sus precios.

**En el conjunto del horizonte de proyección, la desaceleración de los precios de consumo será muy pronunciada.** En particular, en 2023, la tasa de inflación, medida por el incremento interanual del IAPC, descenderá, en términos de sus medias anuales, hasta el 3,2 %, desde el 8,3 % de 2022 (véase gráfico 4.b). En 2024 se producirá un repunte transitorio, hasta el 3,6 %, como consecuencia de la expiración del grueso de las medidas introducidas por las autoridades en respuesta a la crisis inflacionista. Esto hará que el componente energético de los precios registre un crecimiento elevado en ese año, que más que compensará la reducción prevista en las tasas de variación de los precios de los alimentos y del componente subyacente. En 2025, bajo los supuestos de este ejercicio de proyección, la estabilización de los precios del componente energético y la prolongación de la desinflación del IAPC no energético conducirán a que la tasa del indicador general registre un crecimiento del 1,8 %.

**Estas proyecciones de inflación descansan sobre dos premisas.** En primer lugar, las perspectivas descritas se basan en el supuesto de que, si bien la transmisión de los pasados incrementos de costes de producción a los precios de venta no habría concluido aún, en los próximos meses prevalecerá la traslación de la reducción más reciente de esos mismos costes. En todo caso, se ha incorporado en las proyecciones la existencia de una cierta asimetría en la transmisión de las variaciones de los precios de la energía al resto de los precios de consumo, de modo que estos reaccionarían en mayor medida a los encarecimientos de los insumos energéticos que a sus abaratamientos, lo que contribuirá a una cierta resistencia a la baja de la inflación subyacente. En segundo lugar, se asume que, en línea con los desarrollos observados hasta la fecha, no se producirán efectos de segunda vuelta significativos que puedan desencadenar fenómenos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas. La validez de este supuesto, que ya estaba presente en los ejercicios de proyecciones precedentes, se ha visto reforzada tras la firma, por parte de los agentes sociales, del quinto Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC), que, aunque apenas ha alterado las proyecciones de remuneración por asalariado a lo largo del horizonte de proyección, ha reducido el grado de incertidumbre en torno a ellas.

**Con respecto a las proyecciones de marzo, las actuales incorporan una revisión a la baja de la inflación general en 2023 y no muestran diferencias significativas en el bienio posterior** (véase gráfico 4.a). Por componentes, la rebaja de las proyecciones de inflación en 2023 se debe fundamentalmente a la menor contribución de la energía, dado el comportamiento de los precios del petróleo y del gas en los mercados de contado y de futuros (véase gráfico 1.a) y la ligera apreciación que ha presentado el tipo de cambio en comparación con lo anticipado en marzo. También se debe a una ligera revisión a la baja en la contribución de los alimentos, cuyos precios han registrado sorpresas a la baja en los últimos meses. Por el contrario, se prevén

ahora, en comparación con las proyecciones de marzo, incrementos mayores en el componente subyacente en el año en curso, dadas las sorpresas recientes al alza en esta rúbrica.

## Riesgos

**En un contexto en el que el grado de incertidumbre continúa siendo muy elevado, los riesgos en torno a las proyecciones de crecimiento están orientados fundamentalmente a la baja, mientras que, en el caso de la inflación, se consideran equilibrados.** En los últimos trimestres, el pronunciado aumento de la inflación a nivel global ha requerido de un endurecimiento sincronizado, muy rápido e intenso de las políticas monetarias de los principales bancos centrales mundiales, que, previsiblemente, no se revertirá de manera apreciable en el corto plazo —y podría, incluso, prolongarse en determinadas jurisdicciones—. En este sentido, algunos de los incipientes indicios de debilitamiento de la actividad que se han apreciado recientemente en España y en otras economías podrían estar reflejando ya una parte de los efectos adversos del endurecimiento de las condiciones financieras sobre los agregados macroeconómicos. Una eventual intensificación de estas señales de debilidad en los próximos meses —más allá de lo que ya se contempla en el escenario central de estas proyecciones— daría lugar a una menor demanda doméstica y externa y, por consiguiente, a un crecimiento económico y a una inflación más reducidos.

**La cuantificación del impacto del endurecimiento de las condiciones financieras y del empeoramiento del acceso al crédito sobre la actividad resulta muy compleja.** En las proyecciones actuales, la magnitud de estos efectos adversos se considera, a la luz de la evolución de los indicadores coyunturales más recientes, algo mayor que en las previsiones anteriores. No obstante, la incidencia negativa de estos canales financieros sobre la actividad y los precios podría verse amplificada si se desencadenaran episodios de turbulencias en los mercados internacionales de capital —como los observados en marzo— que condujeran a un aumento de la aversión al riesgo.

**Además, es difícil medir la magnitud y la velocidad de la transmisión de las recientes reducciones de precios de algunas materias primas a los precios del conjunto de la cesta de consumo.** La incertidumbre acerca de cómo interactúan entre sí la posible transmisión inconclusa de los incrementos de costes observados hasta mediados de 2022 y la de las reducciones posteriores de los precios de numerosas materias primas es notable. En el escenario central, se asume, como ya se ha señalado, que la traslación del abaratamiento más reciente será incompleta y relativamente lenta, en línea con algunas piezas de evidencia empírica disponibles. No obstante, la información sobre las expectativas de hogares y empresas acerca del comportamiento futuro de los precios procedente de las correspondientes encuestas de la Comisión Europea y de la EBAE sugieren que la desinflación del IAPC no energético podría ser más intensa de lo que se ha supuesto en el escenario central.

**En sentido contrario, es cierto, no obstante, que las incipientes señales de desaceleración de la inflación subyacente en España y en otros países deberán confirmarse todavía en los próximos meses.** Por el momento, la moderación de la inflación no energética es muy pequeña

en España, y aún lo es más en otras jurisdicciones. En este contexto, no puede descartarse todavía que la persistencia de elevadas tasas de inflación subyacente conduzca a la materialización de efectos de segunda ronda significativos sobre los precios vía salarios y/o márgenes empresariales, lo que podría acentuar la dinámica inflacionista actual y, en caso de producirse tal escenario en el conjunto del área del euro, requerir una actuación más contundente de la política monetaria; esto llevaría a un endurecimiento adicional de las condiciones financieras y, en consecuencia, a un debilitamiento mayor del gasto de los agentes privados.

**Existen, además, otras fuentes de incertidumbre muy relevantes.** A nivel internacional, destaca, como en trimestres precedentes, la evolución futura de las actuales tensiones geopolíticas y de la guerra en Ucrania. Un eventual recrudecimiento de estas conduciría, con elevada probabilidad, a un nuevo encarecimiento de las materias primas y, por tanto, a un repunte de la inflación y un deterioro de la actividad. En el ámbito doméstico, cabe señalar las dudas que persisten en cuanto a el soporte que puede proporcionar al consumo privado el ahorro acumulado durante la pandemia, y al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa *Next Generation EU* y a su impacto sobre la actividad.

## BIBLIOGRAFÍA

Fernández Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 10. <https://www.bde.es/wbe/es/publicaciones/analisis-economico-investigacion/boletin-economico/2023-t2-articulo-10--encuesta-a-las-empresas-espanolas-sobre-la-evolucion-de-su-actividad--segundo-trimestre-de-2023.html>

## Anejo 1

### Supuestos que subyacen a las proyecciones

En comparación con las proyecciones de marzo, los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para el actual ejercicio de previsiones comportan una revisión a la baja de los precios de la energía —por lo que respecta tanto al petróleo como, sobre todo, al gas— (véase cuadro 2). Por su parte, los tipos de interés de los mercados monetarios y de la deuda soberana que los mercados financieros esperan en los próximos años son ahora algo más reducidos. En consonancia con estas revisiones, el coste de las nuevas operaciones crediticias anticipado a lo largo del horizonte de proyección es ligeramente menor en estos momentos que hace tres meses. Sin embargo, a efectos de la evolución futura de los volúmenes de crédito, ello se verá más que compensado por un mayor endurecimiento de las condiciones y de los criterios de concesión de crédito. Por último, el tipo de cambio se encuentra más apreciado que en las proyecciones de marzo y el ritmo de avance de los mercados de exportación se ha revisado a la baja en 2023, debido, sobre todo, al efecto arrastre que se deriva del peor comportamiento del comercio mundial en el tramo final de 2022 en comparación con lo contemplado hace tres meses.

Los supuestos fiscales incorporan las medidas aprobadas por las autoridades desde el cierre de las proyecciones de marzo. Estas incluyen, en primer lugar, el Real Decreto-ley (RDL) 2/2023, relativo a la reforma del sistema de pensiones, que establece, entre otras actuaciones, un aumento progresivo de las cotizaciones sociales y una subida de las pensiones mínimas entre 2024 y 2027. En el horizonte de proyección, se estima un impacto positivo de esta reforma normativa sobre los ingresos netos de aproximadamente una décima de PIB en 2025. En segundo lugar, se incorporan las nuevas ayudas al sector primario y las subvenciones al transporte de jóvenes, que conjuntamente suponen un ligero deterioro transitorio del saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) en 2023, de una décima de PIB<sup>5</sup>. Por otro lado, a la luz de los últimos datos publicados, referidos a 2022, se ha desplazado en el tiempo la eventual materialización de las pérdidas asociadas a los préstamos avalados por el Instituto de Crédito Oficial, de forma que el impacto es ahora menor en 2023, y más elevado en 2024 y 2025. Finalmente, de acuerdo con la información más reciente disponible, se ha mantenido inalterada la senda esperada de gasto financiado con los fondos europeos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia en el conjunto del horizonte de proyección, si bien persiste una notable incertidumbre en torno a ella.

Las previsiones referidas a otros capítulos presupuestarios se apoyan en las medidas aprobadas con anterioridad (e incorporadas, por tanto, en los ejercicios de proyección previos) y en los supuestos técnicos habituales, complementados con la hipótesis de que tendrá lugar una reversión parcial de las sorpresas al alza de los ingresos tributarios que se produjeron, especialmente, en 2020-2021. La progresiva eliminación de las medidas implementadas en respuesta a la pandemia y a la crisis energética tendrá un efecto positivo sobre el saldo de las AAPP de cerca de 1 punto porcentual (pp) de PIB, tanto en 2023 como en 2024. En cambio, en 2025, el impacto será negativo, de 0,4 pp de PIB, por la desaparición de las medidas impositivas

5 Orden HFP/405/2023 y RDL 4/2023. Este RDL se encuentra pendiente de convalidación por el Congreso, trámite que, al haber sido disuelto este, deberá ser realizado por la Diputación Permanente.

transitorias introducidas para financiar una parte de los gastos asociados a las ayudas en el contexto de la crisis energética<sup>6</sup>.

En conjunto, el tono esperado de la política fiscal en 2023, medido por la variación del saldo estructural primario, sería ligeramente expansivo una vez que se tiene en cuenta el impacto de los fondos europeos<sup>7</sup>. En 2024, la orientación presupuestaria pasaría a ser moderadamente contractiva, por la retirada de las medidas de apoyo, y se tornaría de nuevo expansiva en 2025.

---

6 Gravámenes transitorios al sector financiero y energético, impuesto sobre las grandes fortunas y límite a la compensación de pérdidas en el impuesto de sociedades para los grupos consolidados.

7 Los fondos del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia no afectan al déficit de las AAPP españolas, pero permiten un mayor nivel de gasto sin que los recursos correspondientes deban detraerse de los agentes residentes. Por tanto, comportan un impulso expansivo que no se refleja en la variación del saldo.