

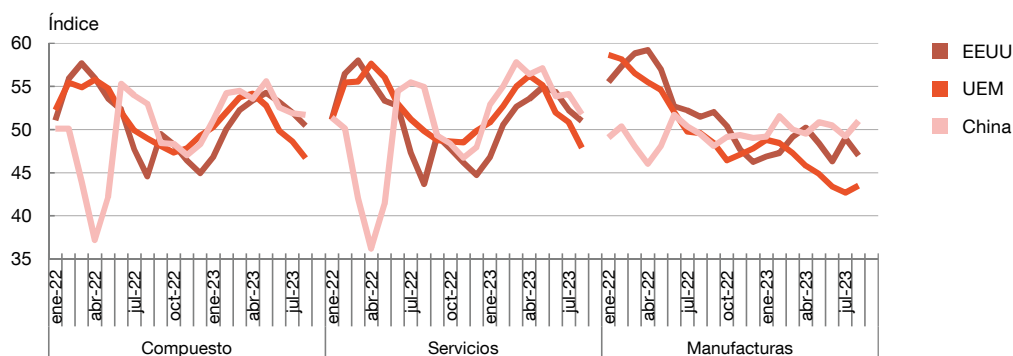
**INFORME**

## 1 La actividad económica mundial ha experimentado una cierta desaceleración en los últimos meses

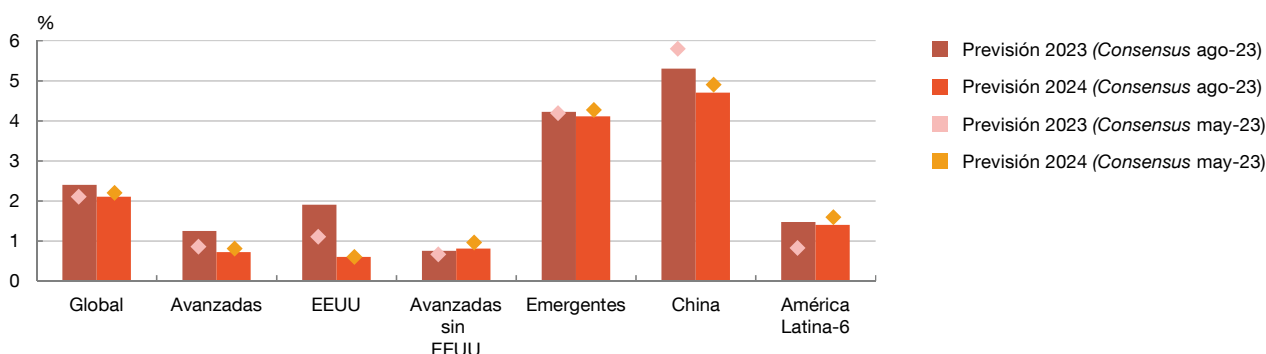
- En el segundo trimestre del año, el crecimiento global se moderó con respecto al observado en el trimestre precedente. No obstante, esta dinámica agregada resultó coherente con una evolución de la actividad muy desigual por áreas geográficas. Así, mientras que algunas de las principales economías mundiales —como Estados Unidos, Reino Unido y Japón— registraron un avance del PIB por encima del esperado, este sorprendió a la baja en el área del euro y en China.
- De acuerdo con los indicadores disponibles, la actividad económica mundial habría experimentado una desaceleración adicional a lo largo del tercer trimestre, a medida que la debilidad del sector manufacturero parece haberse extendido a los servicios (véase gráfico 1.a), en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras.
- En conjunto, estos desarrollos han supuesto ligeras revisiones en las previsiones de crecimiento global para 2023 y 2024 (véase gráfico 1.b). No obstante, se ha producido una apreciable revisión al alza en el crecimiento esperado para Estados Unidos en 2023 —en parte, por la fortaleza de su mercado laboral— y a la baja en el previsto para este año y el próximo en China —como consecuencia, entre otros factores, de la debilidad de la inversión y de su sector inmobiliario— y en la UEM.

Gráfico 1

### 1.a Evolución de los PMI



### 1.b Previsiones de crecimiento (a)



FUENTES: S&P Global, *Consensus Forecasts* y Refinitiv.

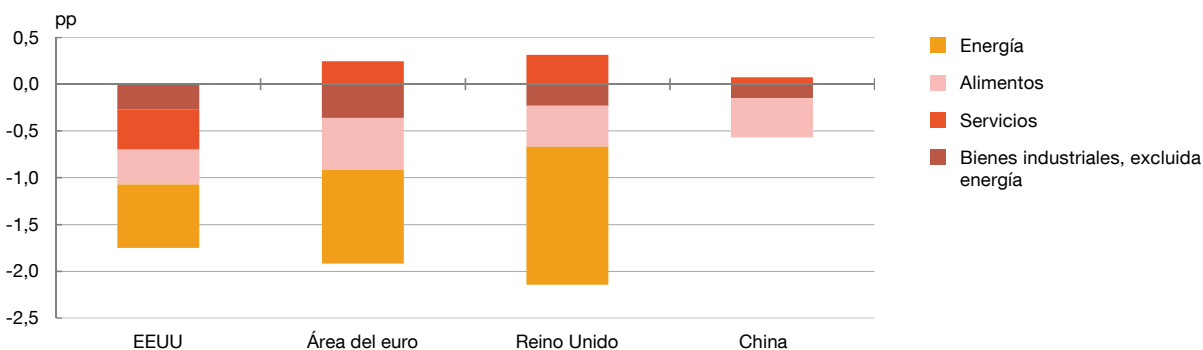
a El agregado «Avanzadas» incluye Estados Unidos, el área del euro, Japón, Reino Unido, Noruega, Suecia, Suiza y Canadá; el agregado «Emergentes», Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía, China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia, y «América Latina-6», Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

## 2 La inflación general ha seguido su senda de moderación a escala global, si bien los precios del petróleo han aumentado más de lo esperado y la inflación subyacente se mantiene en niveles elevados

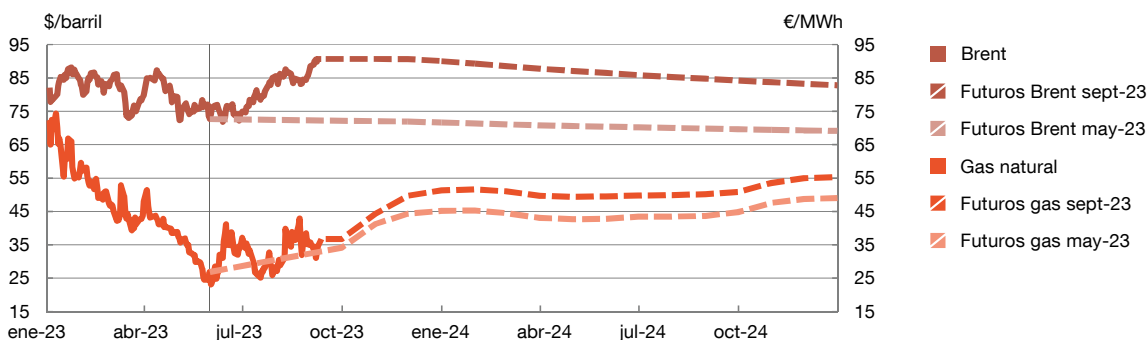
- En los últimos meses, las tasas de inflación general han seguido reduciéndose a escala global, debido, principalmente, a la menor contribución de los alimentos y de la energía (véase gráfico 2.a). En todo caso, la evolución más reciente de los precios del petróleo y del gas natural ha sorprendido al alza como consecuencia de la materialización de distintos *shocks* de oferta negativos (véase gráfico 2.b).
- Por otra parte, la moderación de la inflación subyacente no está siendo tan firme y generalizada como la de la inflación general. Entre los componentes de la inflación subyacente destaca la persistencia de la inflación de los servicios, que incluso ha aumentado en algunos países desde el mes de abril (véase gráfico 2.a). Esta evolución desfavorable respondería a una combinación de factores, tales como la fortaleza de la demanda de servicios en la primera mitad del año, el aumento de los salarios —que tienen un peso relativamente elevado en la estructura de costes del sector servicios— y el comportamiento de los márgenes empresariales en dicho sector.

Gráfico 2

2.a Descomposición de la inflación. Contribuciones a la tasa interanual. Diferencia entre abril y julio de 2023



2.b Precios y futuros gas y petróleo



FUENTES: Refinitiv, FMI y estadísticas nacionales.

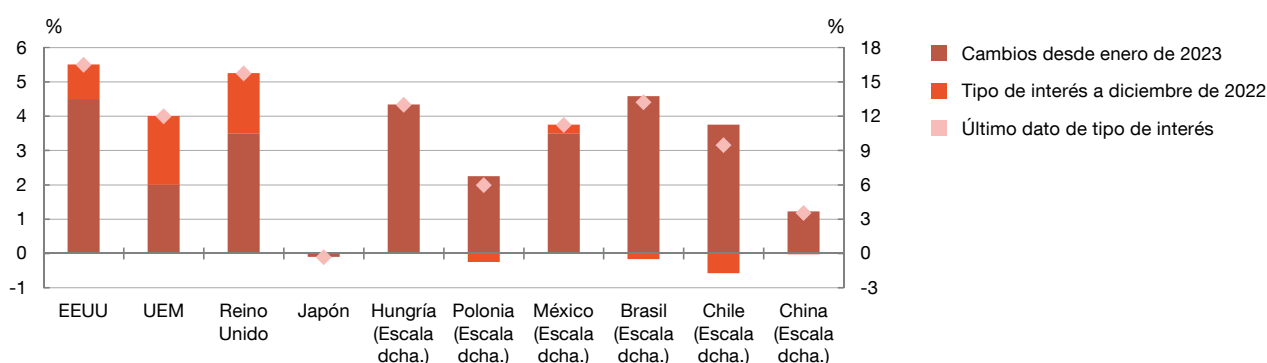


### 3 La desaceleración en el ritmo de endurecimiento de la política monetaria global ha continuado en los últimos meses, con algunos bancos centrales reduciendo ya sus tipos de interés

- En las economías emergentes, la mayoría de los bancos centrales han pausado el ciclo de endurecimiento monetario e incluso, en algunos casos —como en Brasil, Chile, Polonia y China—, han empezado a reducir los tipos de interés oficiales debido a la moderación de la inflación y a la desaceleración de la actividad que estas economías han experimentado (véase gráfico 3.a).
- Entre las economías avanzadas, en sus últimas reuniones de política monetaria, tanto la Reserva Federal estadounidense —el 26 de julio— como el Banco de Inglaterra —el 2 de agosto— y, más recientemente, el **Banco Central Europeo (BCE)** —el 14 de septiembre— decidieron subir sus tipos de interés de referencia en 25 puntos básicos (pb), si bien han dado algunas señales de que podrían encontrarse en las etapas finales de su ciclo de subidas de los tipos de interés.
- En todo caso, a tenor de la persistencia de considerables presiones inflacionistas subyacentes y de los mensajes trasladados por los principales bancos centrales mundiales, en los últimos meses los mercados financieros internacionales han pasado a considerar que los tipos de interés se mantendrán relativamente elevados durante un período más prolongado de lo que anticipaban unos meses atrás.
- En este contexto, la evolución reciente de los mercados financieros internacionales se ha caracterizado por un repunte de los tipos de interés a largo plazo —por ejemplo, las referencias a diez años de Estados Unidos y de Alemania han aumentado 48 pb y 20 pb desde finales de junio, hasta el 4,3 % y el 2,6 %, respectivamente<sup>1</sup> y por una evolución dispar de los principales índices bursátiles mundiales, con ligeros avances en Estados Unidos y caídas en la mayoría de las bolsas europeas.

Gráfico 3

#### 3.a Tipos de interés oficiales



FUENTES: Bancos centrales nacionales y Refinitiv.



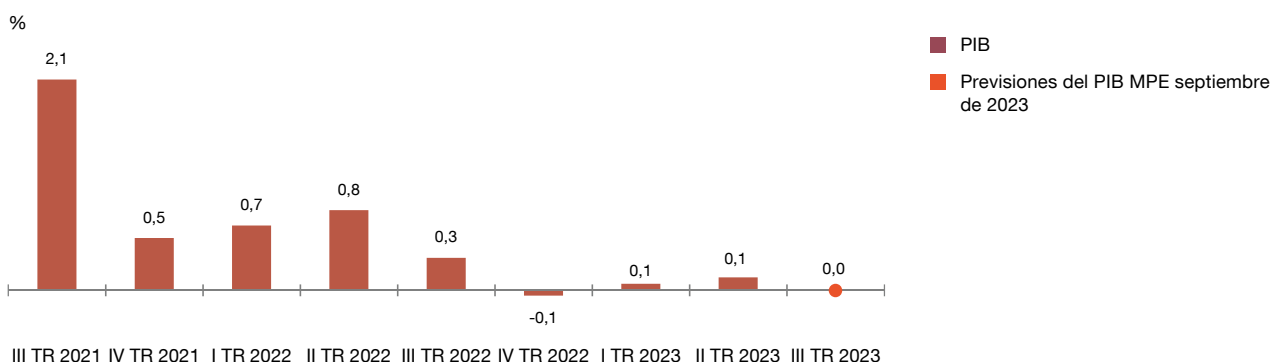
1 En el caso de la deuda soberana estadounidense, este repunte de su rentabilidad también reflejaría, en parte, los anuncios de un aumento de las emisiones del Tesoro y la reducción de la calificación crediticia por parte de Fitch en agosto.

## 4 En el área del euro, la actividad económica ha mostrado una debilidad más intensa de lo previsto

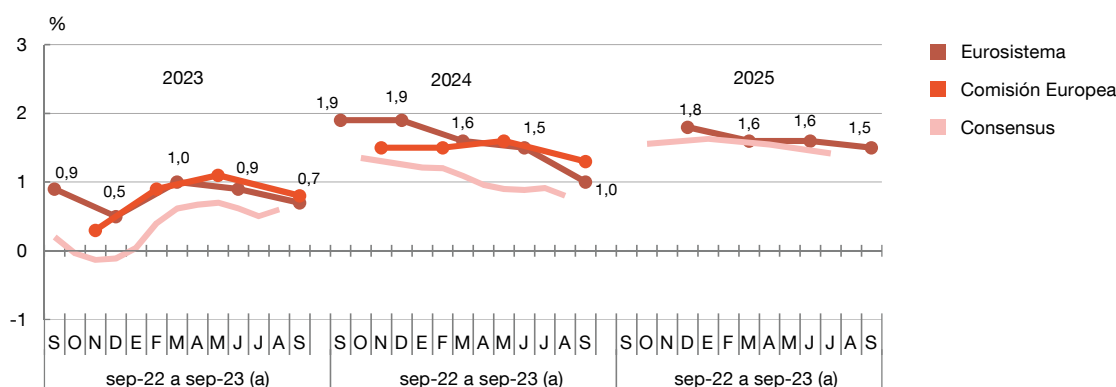
- En línea con la atonía registrada en los primeros meses del año, el PIB de la UEM solo avanzó un 0,1 % en el segundo trimestre, un ritmo de crecimiento inferior al esperado.
- Por su parte, los indicadores coyunturales más recientes sugieren que esta relativa debilidad de la actividad se habría acentuado durante los meses de verano, especialmente en aquellos sectores y componentes de la demanda —como las manufacturas y la inversión— que muestran una mayor sensibilidad a un endurecimiento de las condiciones financieras.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones del BCE de septiembre apunta a que la tasa de crecimiento del PIB del área del euro podría situarse en torno al 0 % en el tercer trimestre (véase gráfico 4.a). Por otra parte, en términos de medias anuales, el BCE ha revisado a la baja su escenario central para el crecimiento del PIB a lo largo de todo el horizonte de proyección. En particular, se prevén tasas promedio del 0,7 % en 2023, el 1 % en 2024 y el 1,5 % en 2025 —0,2 puntos porcentuales (pp), 0,5 pp y 0,1 pp por debajo de las esperadas en junio, respectivamente (véase gráfico 4.b)—.

Gráfico 4

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



### 4.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.

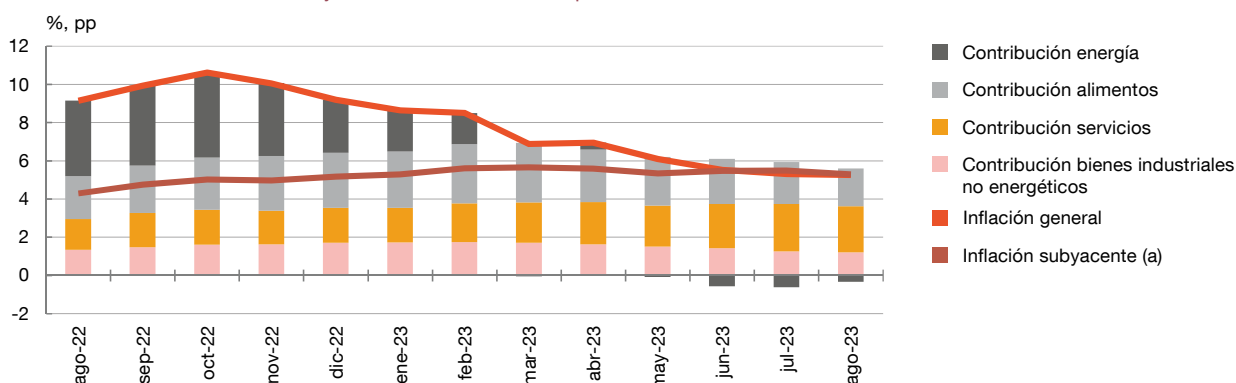


## 5 En la UEM, la inflación general se mantuvo estable en julio y agosto, en parte debido al repunte del componente energético de los precios y a la persistencia de unas tasas de inflación subyacente elevadas

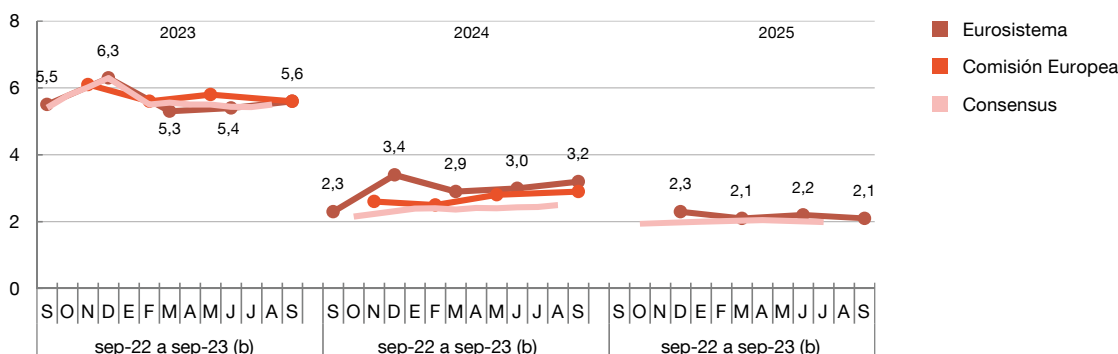
- De acuerdo con el indicador adelantado del IAPC, en el área del euro la inflación alcanzó el 5,3 % interanual en agosto y se situó por encima de lo esperado, como consecuencia, principalmente, de un repunte del componente energético. Por su parte, la contribución de los alimentos a la inflación ha seguido reduciéndose en los últimos meses, si bien se mantiene aún en niveles elevados (véase gráfico 5.a).
- La inflación subyacente se situó en el 5,3 % en agosto. Esto supuso una reducción de 0,2 pp con respecto a la observada en junio, debido a la moderación en la contribución de los bienes industriales no energéticos. En cambio, la contribución de los servicios a las actuales presiones inflacionistas se mantuvo aún en niveles muy elevados.
- A la luz de estas dinámicas y de los cambios en los supuestos sobre la evolución futura de los precios de la energía —que se han revisado ligeramente al alza— y del tipo de cambio —que implican un euro algo más apreciado—, el ejercicio de proyecciones del BCE de septiembre contempla una revisión al alza de 0,2 pp en las tasas de inflación general previstas para 2023 y 2024 —hasta el 5,6 % y el 3,2 %, respectivamente—, y a la baja en la proyección para 2025 —de 0,1 pp, hasta el 2,1 %— (véase gráfico 5.b).

Gráfico 5

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



### 5.b UEM. Previsiones de inflación



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

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

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

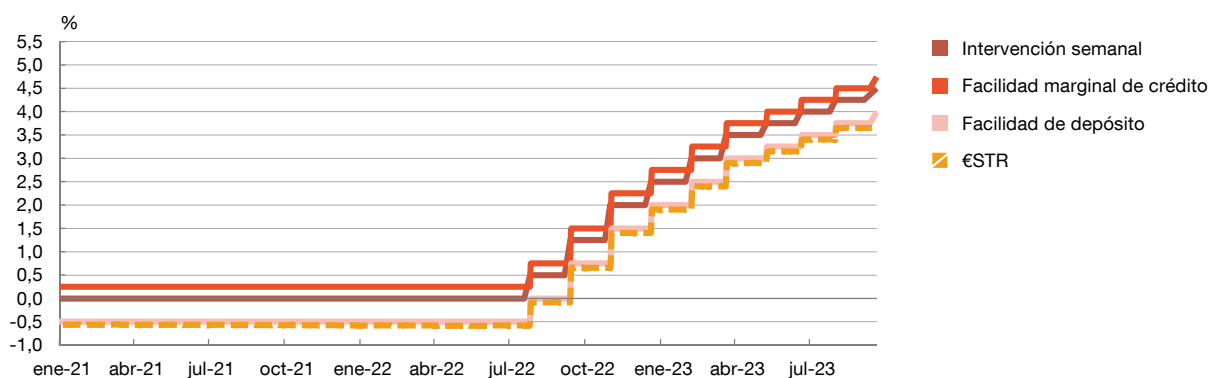


## 6 En septiembre, el BCE subió los tipos de interés oficiales por décima vez consecutiva para reforzar el progreso de la inflación hacia el objetivo del 2% a medio plazo

- Si bien la inflación del área del euro continúa descendiendo, aún se espera que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo.
- En consecuencia, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE decidió, en su reunión de septiembre, elevar nuevamente sus tipos de interés en 25 pb, hasta situar el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 4 %, lo que supone una subida acumulada de 450 pb desde julio de 2022 (véase gráfico 6.a).
- Con esta decisión, y sobre la base de su evaluación actual, el CG considera que los tipos de interés oficiales del BCE han alcanzado niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al pronto retorno de la inflación a su objetivo.
- De cara al futuro, las decisiones del CG asegurarán que los tipos de interés oficiales se sitúen en niveles lo suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. En este sentido, se mantendrá el enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, las decisiones del CG sobre los tipos de interés continuarán apoyándose en su valoración de las perspectivas de inflación, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

Gráfico 6

6.a Tipos de interés oficiales del BCE y €STR



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 14 de septiembre de 2023.

NOTA: El último incremento de los tipos de interés oficiales del BCE, anunciado el 14 de septiembre de 2023, tiene efectos a partir del 20 de septiembre.



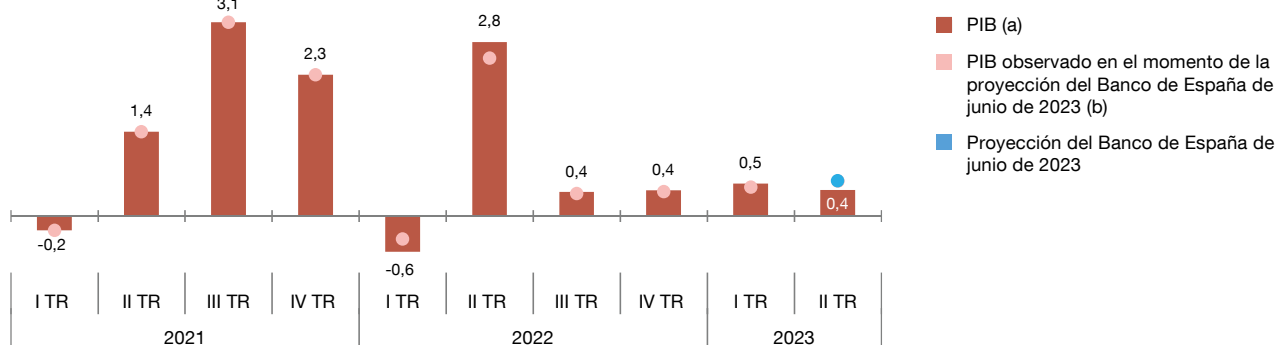
## 7 En España, el PIB avanzó ligeramente por debajo de lo esperado en el segundo trimestre, debido, principalmente, al notable retroceso que sufrieron las exportaciones

- De acuerdo con el avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) a finales de julio<sup>2</sup>, el PIB de la economía española aumentó a una tasa del 0,4 % intertrimestral en el segundo trimestre, ritmo ligeramente inferior al previsto en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en junio](#) y también al registrado en el primer trimestre del año (véase gráfico 7.a).
- La información preliminar facilitada por el INE apunta a que en el segundo trimestre el avance del producto se sustentó en un aumento apreciable del consumo y de la inversión nacional, en un contexto en el que las exportaciones retrocedieron sensiblemente y la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento fue negativa.
- Desde la óptica de la oferta, las ramas que lideraron el crecimiento entre abril y junio fueron, principalmente, las relacionadas con los servicios —en particular, actividades artísticas, recreativas y otros servicios, información y comunicaciones, y servicios no de mercado—. Por el contrario, el sector primario y, en menor medida, las ramas de industria, energía y servicios inmobiliarios registraron retrocesos en sus niveles de actividad.

Gráfico 7

### 7.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 julio de 2023).

b Última serie de PIB disponible durante el ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio de 2023 (28 de abril de 2023). Posteriormente, el 23 de junio, el INE publicó la segunda estimación de la CNTR correspondiente al primer trimestre de 2023, que, frente a la serie publicada el 28 de abril con el dato de avance del primer trimestre, revisó levemente al alza la evolución intertrimestral del PIB en dicho trimestre, así como la de los tres trimestres precedentes, y a la baja la del primer trimestre de 2022.



2 Este avance del INE también incluyó una revisión de las tasas de crecimiento registradas en los trimestres precedentes; revisión que, en su conjunto, ejerce un [efecto arrastre positivo sobre la tasa media de avance del PIB en 2023](#). Para más detalles, véanse las [Proyecciones](#) de este Informe.

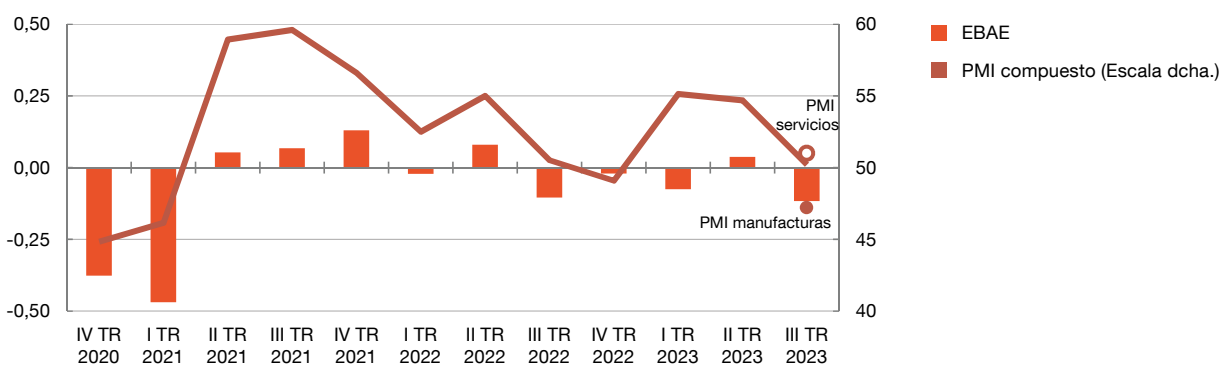


## 8 La información coyuntural más reciente sugiere que el dinamismo de la actividad económica española podría haberse desacelerado ligeramente en el tercer trimestre

- En un contexto de ralentización de la actividad económica a escala global y en el área del euro, el análisis conjunto de los indicadores más recientes disponibles sugiere que, entre julio y septiembre, el ritmo de avance del PIB en España podría situarse en el entorno del 0,3 % intertrimestral<sup>3</sup>.
- Entre los indicadores que son coherentes con una leve desaceleración de la actividad en el tercer trimestre destacan los de empleo y los de confianza. En particular, los PMI han descendido de manera continuada en los últimos meses, tanto en el caso de los servicios como en el de las manufacturas —estas últimas hasta situarse en terreno claramente contractivo— (véase gráfico 8.a).
- Los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), que apuntan a un descenso de la facturación de las empresas españolas en el conjunto del tercer trimestre, también son coherentes con una moderación en el ritmo de crecimiento del PIB durante el trimestre en curso<sup>4</sup>.

Gráfico 8

8.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 tercer trimestre de 2023 es el promedio de los meses de julio y agosto.



3 Para más detalles, véanse las [Proyecciones](#) de este Informe.

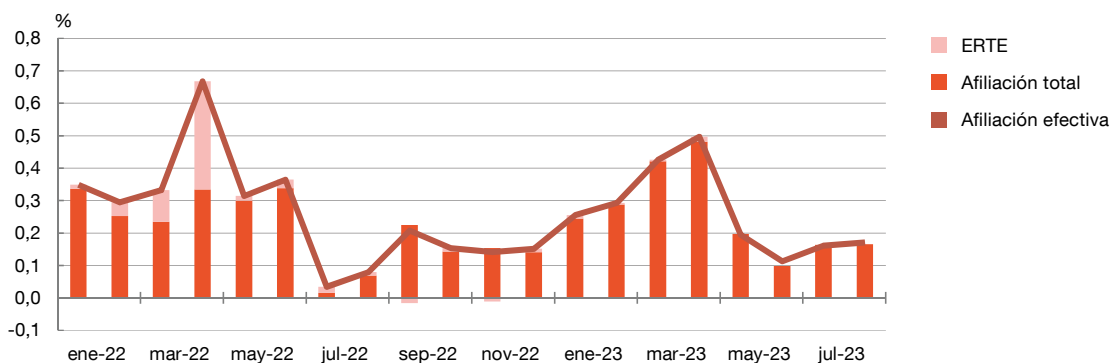
4 Para más detalles, véase [Fernández Cerezo e Izquierdo \(2023\)](#).

## 9 La creación de empleo se habría ralentizado en el conjunto del tercer trimestre, tras el elevado dinamismo mostrado en los primeros meses del año

- La afiliación a la Seguridad Social registró un avance, en términos desestacionalizados, del 0,2 % en los meses de julio y agosto, en línea con los ritmos de crecimiento observados en mayo y junio —del 0,2 % y el 0,1 %, respectivamente— (véase gráfico 9.a).
- No obstante, esta evolución de la afiliación sería coherente con una ralentización de la creación de empleo en el conjunto del tercer trimestre, tras el elevado dinamismo que esta evidenció en los cuatro primeros meses del año —que permitió reducir la tasa de paro hasta el 11,6 % en el segundo trimestre, su valor mínimo desde el tercer trimestre de 2008—.
- La moderación en el dinamismo del empleo durante el tercer trimestre está siendo bastante generalizada por ramas de actividad. En todo caso, destaca la desaceleración de la afiliación en las ramas de construcción y de servicios de mercado, en las que, no obstante, la afiliación mantiene unos ritmos de avance interanual superiores a los observados en la industria.

Gráfico 9

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



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

a Tasa mensual desestacionalizada.

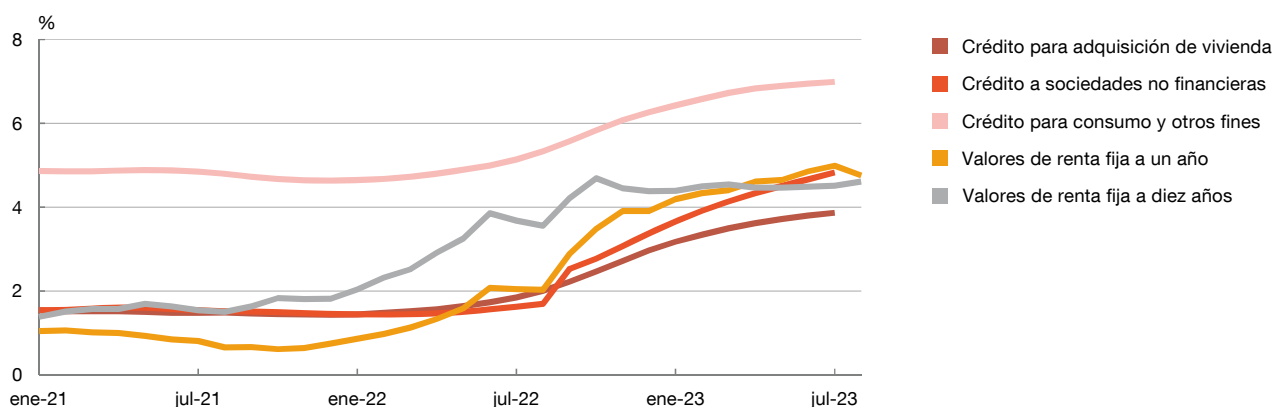


## 10 Las condiciones financieras del sector privado español han seguido endureciéndose

- En los últimos meses, el coste de las nuevas operaciones de financiación a hogares y empresas ha continuado aumentando, salvo en el caso de las emisiones de renta fija corporativa a corto plazo, cuyo coste descendió en agosto (véase gráfico 10.a).
- Por otra parte, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, tanto la demanda como la oferta de crédito siguieron reduciéndose, de manera generalizada, en el segundo trimestre. Si bien esta reducción fue menos acusada que la registrada en el trimestre anterior, la última edición de esta encuesta anticipa una nueva contracción de la oferta y de la demanda de crédito en el tercer trimestre.
- En este contexto, los datos de los nuevos flujos de financiación muestran que, en julio, los nuevos préstamos bancarios a empresas perdieron dinamismo, mientras que el nuevo crédito para adquisición de vivienda prolongó su senda de contracción —iniciada a mediados de 2022—. En sentido contrario, tanto el nuevo crédito al consumo como la financiación obtenida por las empresas con emisiones de valores de renta fija repuntaron en julio.

Gráfico 10

10.a Coste de la nueva financiación a hogares y empresas (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.

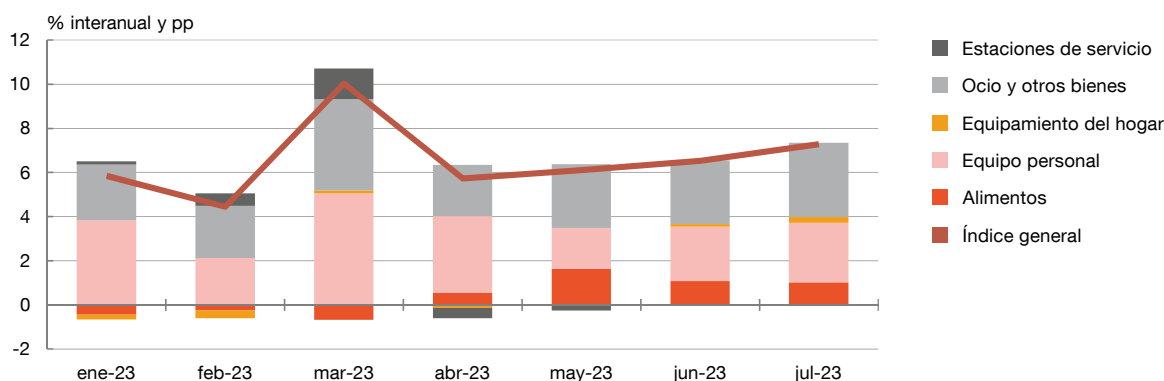


## 11 Favorecido por las actividades relacionadas con el ocio y el turismo, el consumo privado habría avanzado en los meses de verano, si bien a un ritmo inferior al observado en el segundo trimestre

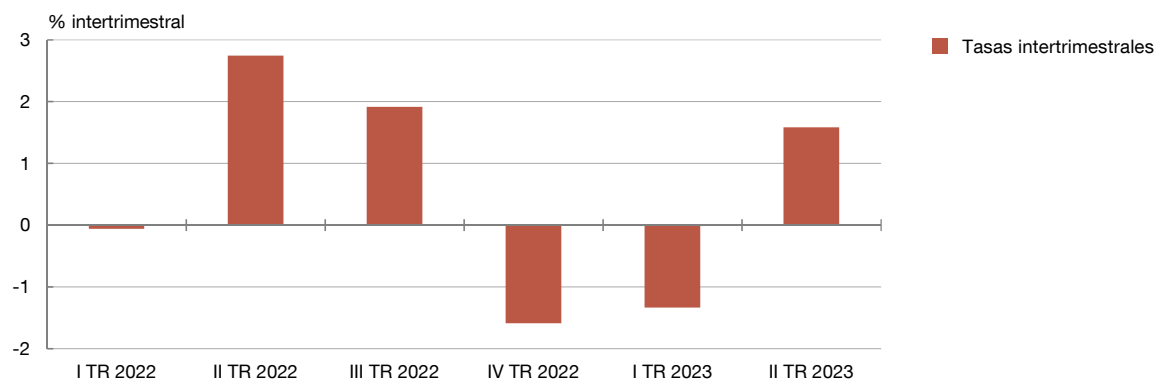
- De acuerdo con la información más reciente, el consumo de las familias habría avanzado durante el tercer trimestre, impulsado, fundamentalmente, por las **actividades de ocio y turismo**. Así, por ejemplo, los datos de comercio minorista referidos al mes de julio muestran que el componente de «Ocio y otros bienes» explica casi la mitad del incremento del índice general en ese mes (véase gráfico 11.a).
- A la expansión del consumo en el tercer trimestre también habría contribuido la mejora de la confianza de los consumidores, a la luz de la información que proporciona el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea hasta agosto.
- No obstante, el ritmo de crecimiento del consumo privado entre julio y septiembre —también de cara a los próximos trimestres— será, previsiblemente, inferior al registrado entre abril y junio —del 1,6%, de acuerdo con la información preliminar facilitada por el INE (véase gráfico 11.b)—, pues el dinamismo de este componente de la demanda aún estaría condicionado de forma apreciable por el **endurecimiento de las condiciones financieras** y por la pérdida de poder adquisitivo que los hogares han acumulado en los últimos trimestres.

Gráfico 11

### 11.a Comercio minorista: evolución y contribución de los componentes



### 11.b Evolución reciente del consumo privado



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

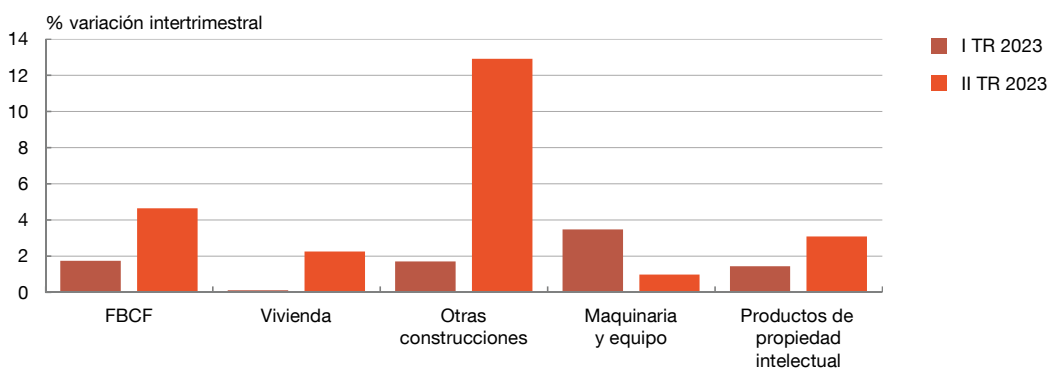


## 12 El dinamismo de la inversión se habría ralentizado en el tercer trimestre, después del intenso repunte que esta partida experimentó en el trimestre precedente

- En el segundo trimestre, la formación bruta de capital fijo (FBCF) mostró un considerable vigor y avanzó un 4,6 %, de acuerdo con la información preliminar de la CNTR que el INE publicó a finales del pasado mes de julio. Entre los componentes de la inversión, destacaron los crecimientos registrados en otras construcciones y en activos inmateriales. La inversión en bienes de equipo también aumentó, aunque algo menos de lo esperado (véase gráfico 12.a).
- De cara al trimestre en curso y a los venideros, es previsible que la senda de recuperación de la inversión continúe, si bien a un ritmo menor que en el segundo trimestre. Así, por ejemplo, aunque el dinamismo de la inversión empresarial podría verse favorecido tanto por el despliegue de los proyectos vinculados al programa NGEU como por la disponibilidad por parte de las empresas de recursos propios —tras la recuperación del **excedente bruto de explotación**—, este estaría lastrado, en cierta medida, por el **endurecimiento de las condiciones financieras** durante los últimos trimestres y por la **ralentización reciente de la actividad económica**.
- A la luz de estos factores y de las dinámicas más recientes en el sector de la construcción residencial —por ejemplo, en términos del indicador de ejecución de obra, que ha mantenido una senda descendente en los últimos meses—, también cabría esperar que la inversión en vivienda mostrara en los próximos trimestres una senda de crecimiento relativamente modesta. En cuanto al precio de la vivienda, este avanzó un 3,6 % interanual en el segundo trimestre —similar al 3,5 % observado en el trimestre precedente—, lo que supuso un repunte del 1,4 % en términos intertrimestrales de la serie desestacionalizada.

Gráfico 12

12.a Evolución reciente de la inversión y sus componentes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

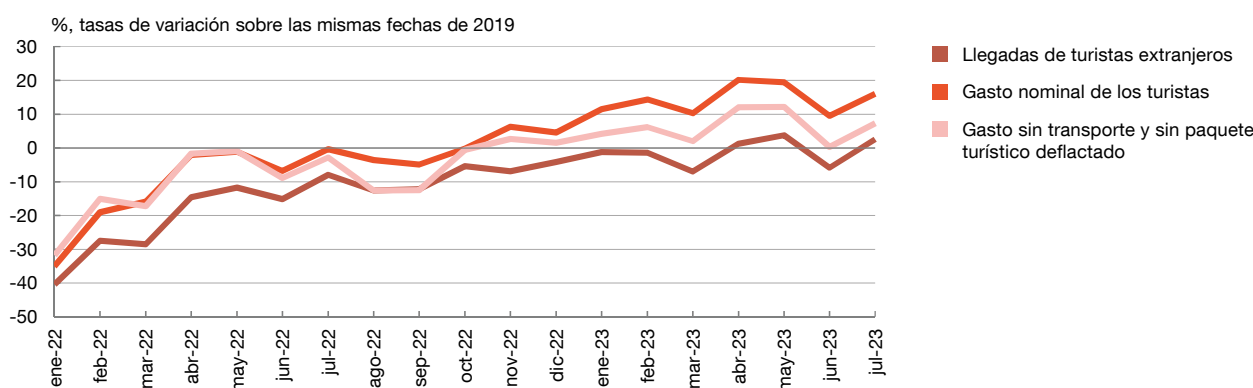


### 13 La fortaleza de los ingresos por turismo durante los meses de verano probablemente contribuya a mejorar la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento en el tercer trimestre

- En el segundo trimestre, la demanda exterior neta contribuyó muy negativamente al crecimiento del PIB —en  $-1,4$  pp— en un contexto de fuerte contracción de las exportaciones de bienes —una caída del  $5,9\%$  intertrimestral— y de aumento de las importaciones de servicios —un incremento del  $12,3\%$ —.
- No obstante, en el tercer trimestre parece probable que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto haya aumentado, especialmente dada la fortaleza del turismo extranjero durante el verano. Así, en julio, las llegadas de turistas superaron en un  $2,6\%$  a las registradas en el mismo mes de 2019, mientras que el gasto de los turistas no residentes superó los niveles de julio de 2019 en un  $16\%$  en términos nominales y en un  $7,3\%$  en términos reales (véase gráfico 13.a). En parte, este avance del gasto se habría visto impulsado por la llegada de visitantes con una mayor capacidad de compra<sup>5</sup>.
- En sentido contrario, en un contexto de **ralentización de la actividad económica a escala global** —especialmente visible en las manufacturas— y a tenor del **comportamiento contractivo mostrado por los indicadores PMI**, los intercambios de bienes con el resto del mundo habrían mostrado un pulso relativamente débil en el período transcurrido del tercer trimestre.

Gráfico 13

13.a Indicadores de turismo foráneo. Tasas de variación sobre los niveles prepandemia



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

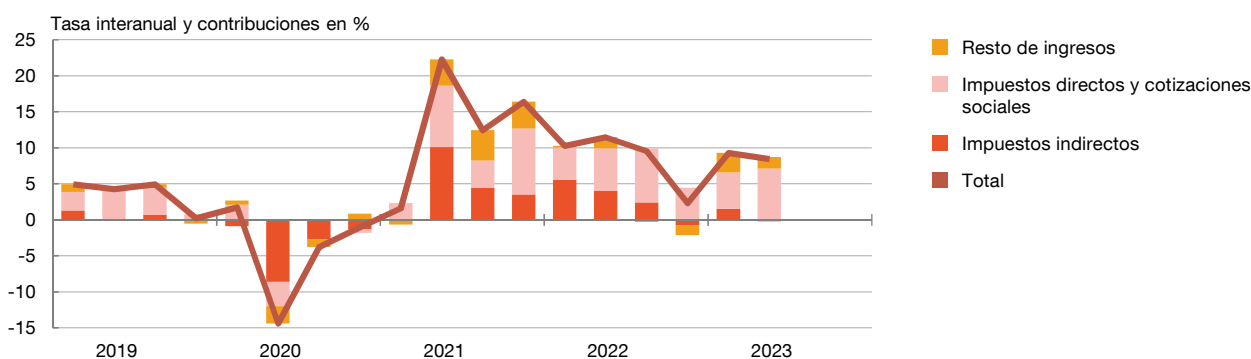
<sup>5</sup> Para más detalles, véase [García, Gómez Loscos y Martín Machuca \(2023\)](#).

## 14 A pesar del avance de los gastos, la reducción del déficit público ha continuado en los últimos meses gracias al elevado dinamismo de los ingresos

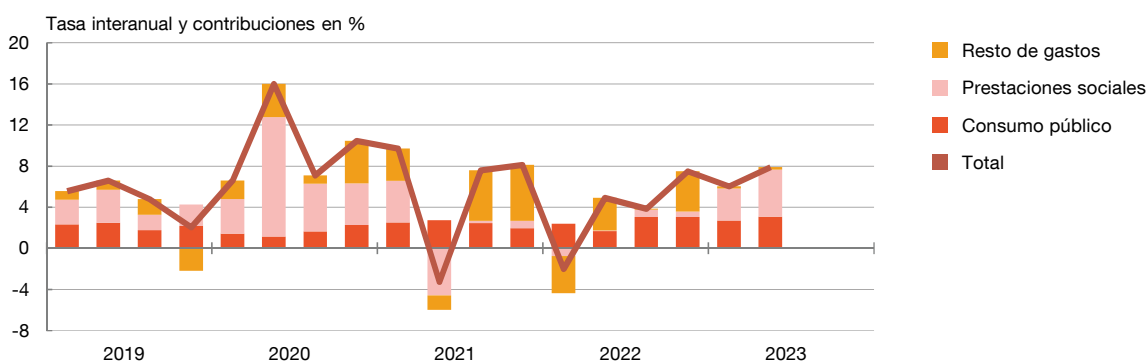
- Tras la desaceleración registrada en los últimos meses de 2022, los ingresos públicos han mostrado un avance significativo en la primera mitad de este año (véase gráfico 14.a). Este dinamismo se ha debido, principalmente, al aumento nominal de las rentas, que habría impulsado la recaudación de los impuestos directos y las cotizaciones sociales<sup>6</sup>. En cambio, la recaudación por impuestos indirectos ha presentado una cierta atonía en el período transcurrido de 2023 y ha crecido por debajo de lo que implicarían sus determinantes.
- Por su parte, en la primera mitad de este año, los gastos se han acelerado con respecto al promedio de 2022, debido al fuerte incremento de las prestaciones sociales originado por la revalorización de las pensiones y, en menor medida, al avance del consumo público (véase gráfico 14.b).
- Como resultado, en junio, el saldo de las AAPP acumulado de doce meses se situó en el  $-4,4\%$  del PIB, 0,4 pp mejor que al cierre de 2022.

Gráfico 14

### 14.a Evolución de los ingresos públicos (a)



### 14.b Evolución de los gastos públicos (a)



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

a Los datos del segundo trimestre de 2023 corresponden al agregado de AAPP sin CCLL, excluyendo las transferencias entre AAPP.



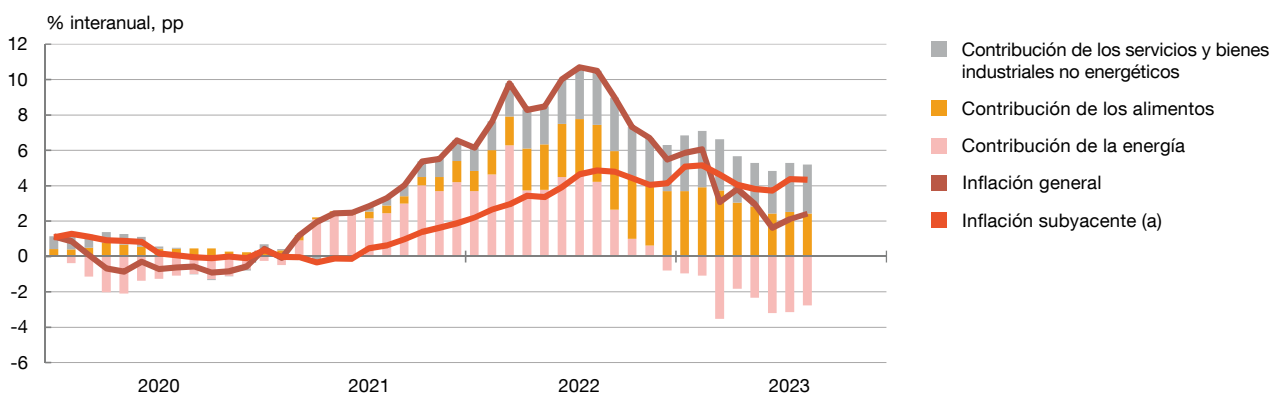
<sup>6</sup> A esta evolución han contribuido también las medidas aprobadas por el Gobierno, que habrían tenido un impacto neto positivo de 0,7 pp sobre la tasa de crecimiento de los ingresos —resultado del impacto positivo de 1,5 pp asociado a las subidas de impuestos y cotizaciones sociales, y del impacto negativo de 0,8 pp asociado a las rebajas impositivas en respuesta a la crisis energética—.

## 15 La inflación general ha repuntado ligeramente en julio y en agosto, condicionada por el aumento del precio del petróleo y por distintos efectos base

- La senda de moderación de la inflación general que se inició en agosto de 2022 permitió reducir la tasa de crecimiento interanual del IAPC hasta el 1,6 % en junio. Desde entonces, la inflación general ha vuelto a aumentar, hasta el 2,1 % en julio y el 2,4 % en agosto (véase gráfico 15.a).
- Este repunte refleja, principalmente, una moderación en el ritmo de descenso de los precios energéticos, que es consecuencia, por un lado, del reciente **encarecimiento del crudo en los mercados internacionales** —por encima de lo esperado— y, por otro, de los efectos base asociados a los descensos registrados en los precios de los derivados del petróleo en el tercer trimestre de 2022.
- En lo que respecta a los alimentos, aunque algunos productos —como el aceite de oliva y determinadas frutas y hortalizas— han sufrido presiones inflacionistas adicionales en los últimos meses debido a la materialización de condiciones meteorológicas adversas, en su conjunto la inflación de los alimentos ha continuado desacelerándose en fechas recientes. Esta desaceleración está siendo relativamente generalizada y, en agosto, afectaba ya al 70 % de las rúbricas alimenticias en el IAPC —en términos de su peso en la cesta de consumo—.
- Por su parte, la inflación subyacente repuntó en julio —contribuyendo al aumento de la inflación general— y se moderó marginalmente en agosto. Esta evolución refleja el dinamismo de los precios en aquellas partidas relacionadas con ocio, restauración y turismo —**en consonancia con el elevado dinamismo de estas actividades durante el verano**— y, también, el menor efecto de las rebajas estivales sobre los precios —debido a la revisión anual de las ponderaciones que, a principios de año, implicó una pérdida de peso del vestido y el calzado en la cesta de consumo—.

Gráfico 15

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



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.



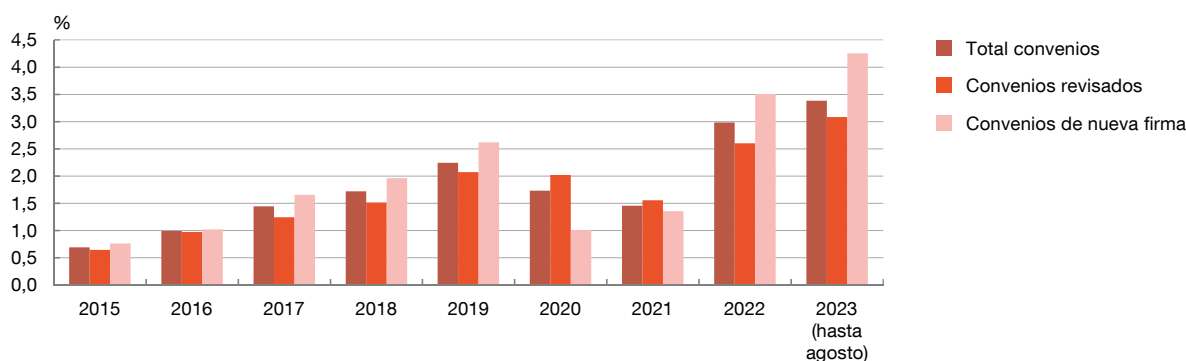


## 16 Los salarios negociados mantuvieron un repunte moderado en los meses de verano, en un contexto de notable aumento de los costes no salariales

- Con información hasta el mes de agosto, el incremento salarial pactado para 2023 se sitúa en el 3,4 %, tras el 2,9 % acordado para el año pasado (véase gráfico 16.a). No obstante, los convenios de nueva firma acordados en 2023, que afectan ya a casi 2,5 millones de trabajadores, recogen un incremento del 4,3 %.
- En cualquier caso, la remuneración por asalariado en la economía de mercado ha registrado aumentos superiores a los incrementos salariales pactados en convenio, avanzando un 6,3 % en el primer trimestre y un 4,6 % en el segundo. Según la información de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), estos incrementos se deberían tanto a la evolución de los costes no salariales como a la del coste salarial ordinario.
- Los costes no salariales se vieron incrementados un 7,4 % en el primer semestre del año, debido, fundamentalmente, al aumento de las cotizaciones sociales<sup>7</sup>. En el mismo período, el coste salarial ordinario avanzó un 5,6 %, tasa que se sitúa por encima del aumento salarial pactado en convenio. Esto podría reflejar, entre otros aspectos, incrementos salariales vinculados a los cambios de empleo. En este sentido, la diferencia entre el aumento del coste salarial ordinario y el pactado en convenio tiende a ser más elevada en aquellas ramas que presentan un mayor dinamismo del empleo y/o una mayor escasez de trabajadores —por ejemplo, en la rama de información y comunicaciones—.

Gráfico 16

16.a Incremento salarial pactado



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Economía Social.



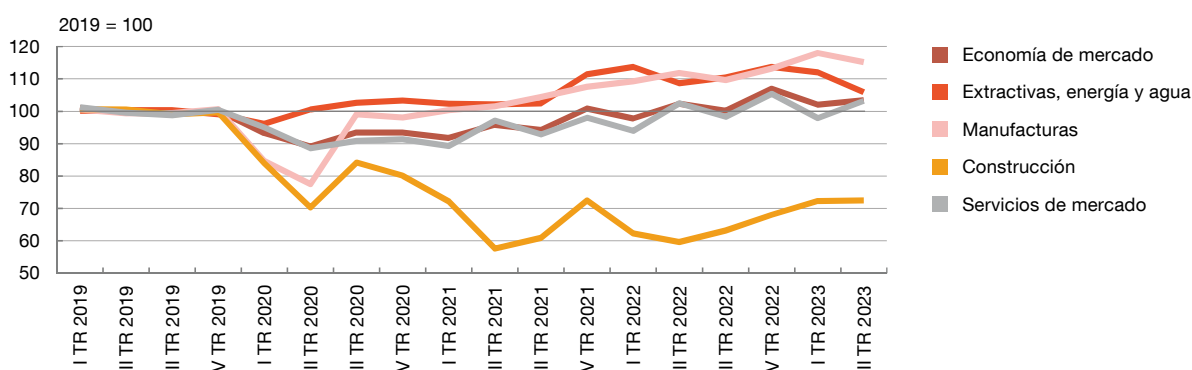
7 En particular, debido al aumento de las bases máximas de cotización —del 8,6%— y de las bases mínimas —del 8% tras la subida del SMI—, así como al incremento de 0,6 pp en el tipo de cotización a la Seguridad Social como consecuencia de la entrada en vigor del Mecanismo de Equidad Intergeneracional (MEI).

## 17 Los márgenes empresariales habrían mostrado una cierta moderación en la primera mitad de 2023, si bien con una elevada heterogeneidad entre sectores

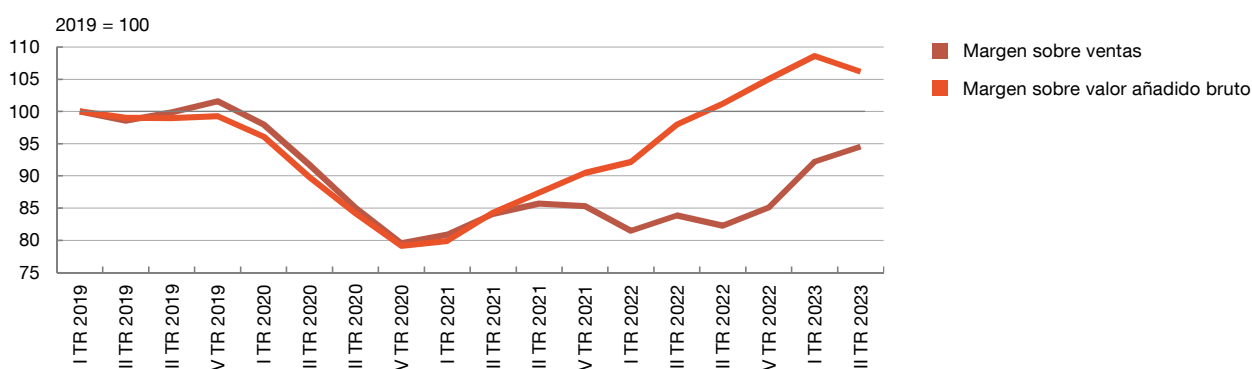
- De acuerdo con la información provisional de la Contabilidad Nacional (CN) para el segundo trimestre de 2023, la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado se habría moderado ligeramente en la primera mitad del año, tras el repunte que experimentó a finales de 2022 (véase gráfico 17.a). En todo caso, esta evolución agregada enmascara una notable heterogeneidad entre sectores, que obedecería, al menos en parte, a las diferencias en el dinamismo de la demanda a la que se enfrenta cada una de las ramas de actividad.
- En términos agregados, estos desarrollos son coherentes con el comportamiento de la ratio entre el resultado económico bruto (REB) y el VAB que se observa en la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España.
- Por su parte, en la CBT, el margen empresarial aproximado como la ratio entre el REB y la cifra de negocios continuó recuperándose en el segundo trimestre, si bien aún permanece por debajo de los niveles vigentes antes de la pandemia (véase gráfico 17.b).

Gráfico 17

17.a Evolución de los márgenes empresariales (EBE/VAB) según la CN. Desglose por sectores



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



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a El margen sobre ventas se define como el cociente entre el REB y el importe neto de la cifra de negocios. El margen sobre el VAB, por su parte, se define como el cociente entre el REB y el VAB. Datos acumulados de cuatro trimestres.



## 18 Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan a la baja el crecimiento del PIB en 2024 y al alza la tasa de inflación general en 2023 y 2024

- 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 %, del 1,8 % y del 2,0 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente. En comparación con las proyecciones publicadas en junio, las actuales mantienen sin cambios la tasa de crecimiento prevista para 2023, como resultado de factores que inciden sobre dicha tasa en direcciones opuestas y magnitudes que se compensan entre sí<sup>8</sup>. Sin embargo, las tasas de crecimiento en 2024 y 2025 se revisan a la baja en 0,4 pp y 0,1 pp, respectivamente, debido, sobre todo, a los nuevos supuestos sobre los que descansan las proyecciones, que implican un encarecimiento de la energía, un deterioro del contexto exterior y un mayor tensionamiento de las condiciones financieras.
- Por otra parte, en comparación con las proyecciones de junio, la tasa de inflación general media se revisa al alza en 0,4 pp para 2023 —hasta el 3,6 %— y en 0,7 pp para 2024 —hasta el 4,3 %—. Para el año en curso, la revisión se debe, principalmente, al repunte experimentado por los precios del petróleo durante el verano. Por su parte, para 2024, la revisión al alza responde, sobre todo, al encarecimiento de la energía de acuerdo con los mercados de futuros, pero también, en menor medida, a los efectos que sobre la inflación implica la extensión hasta el final de 2023 de la reducción del IVA de los alimentos y la subvención al transporte público.
- Los riesgos en torno a estas proyecciones se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados con relación a la inflación.

Esquema 1

	2023	2024	2025
PIB	<p>2,3 %</p> <hr/> <p>=</p>	<p>1,8 %</p> <hr/> <p>↓ 0,4 pp</p>	<p>2,0 %</p> <hr/> <p>↓ 0,1 pp</p>
Inflación	<p>3,6 %</p> <hr/> <p>↑ 0,4 pp</p>	<p>4,3 %</p> <hr/> <p>↑ 0,7 pp</p>	<p>1,8 %</p> <hr/> <p>=</p>

FUENTE: Banco de España.

<sup>8</sup> Por un lado, la nueva información de la CNTR hasta el segundo trimestre de 2023 publicada por el INE a finales de julio comporta un efecto arrastre ligeramente positivo sobre el crecimiento del PIB en el año en curso. Por otro lado, a la luz de la información coyuntural más reciente, la revisión a la baja en el crecimiento previsto para el segundo semestre del año conlleva un efecto arrastre ligeramente negativo.