

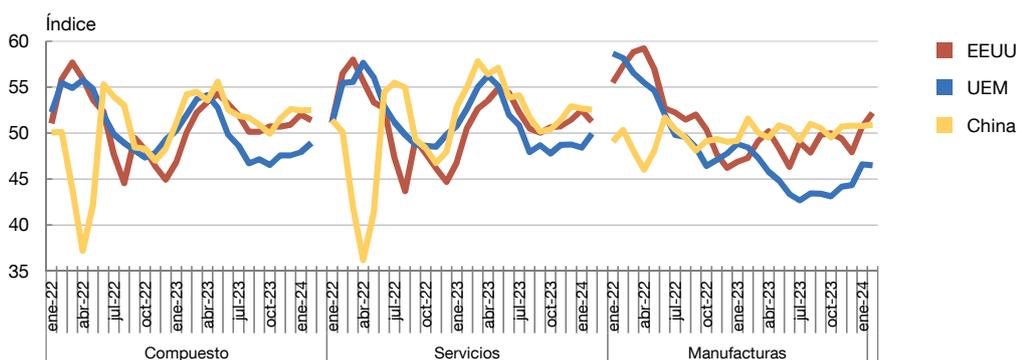
INFORME

1 La actividad económica mundial muestra signos de estabilización, con revisiones al alza en las previsiones de crecimiento de Estados Unidos

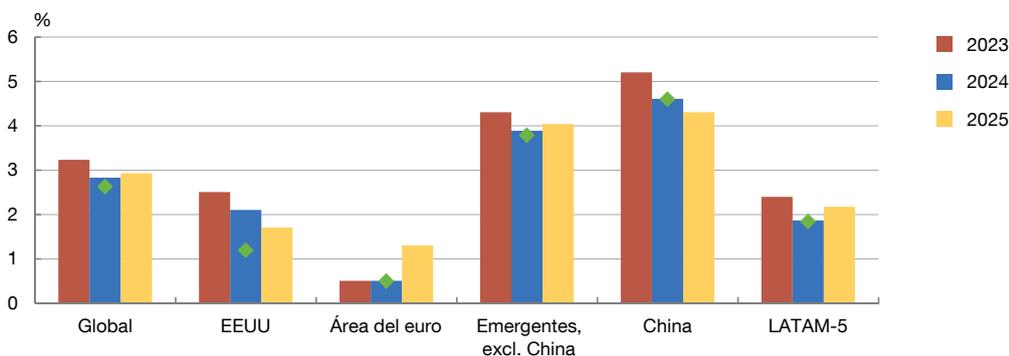
- El crecimiento global a finales de 2023 fue mayor de lo esperado, especialmente en Estados Unidos, donde el consumo privado fue el componente más dinámico de la demanda apoyado por el buen comportamiento del empleo, las ganancias de renta real ante una menor inflación, el impulso fiscal y el uso del ahorro acumulado durante la pandemia. En cambio, en otras regiones, como el **área del euro**, la actividad fue más débil de lo anticipado.
- La evolución reciente de los indicadores PMI (siglas en inglés de índices de gestores de compras) refleja, con datos hasta febrero, una cierta estabilización de la actividad económica global, incluso en las manufacturas, que ya se encontrarían fuera del terreno contractivo en Estados Unidos y China (véase gráfico 1.a).
- Las perspectivas de crecimiento mundial para 2024 se han revisado ligeramente al alza en los últimos meses, fundamentalmente debido a Estados Unidos (véase gráfico 1.b). En todo caso, tanto en 2024 como en 2025 se contemplan tasas de avance del PIB global relativamente moderadas —en términos históricos—, que incorporan una desaceleración gradual del dinamismo de la actividad en Estados Unidos y China.

Gráfico 1

1.a Evolución de los PMI



1.b Previsiones de crecimiento de Consensus (a)



FUENTES: S&P Global y Consensus Economics.

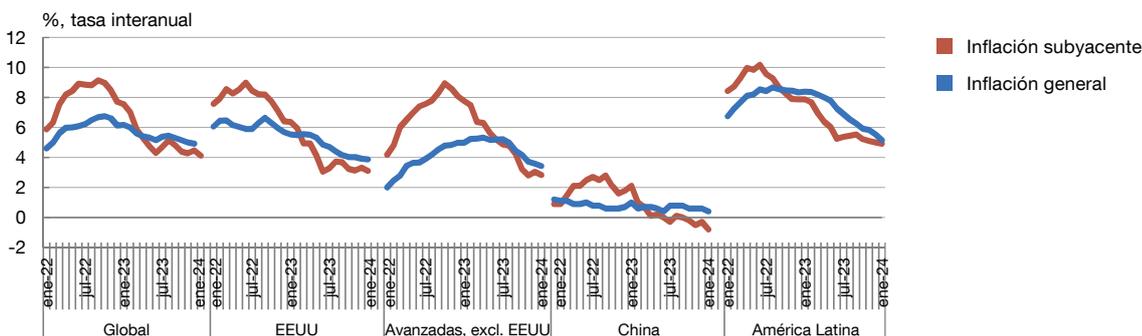
a Se comparan las previsiones de febrero de 2024, en barras, con las previsiones de diciembre, reflejadas con un rombo. Se incluyen en «emergentes, excl. China»: India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; en «LATAM- 5»: México, Colombia, Perú, Chile y Brasil; por último, en «global» se incluyen los anteriores países más Estados Unidos, China y «área del euro».

2 El proceso de desinflación a escala global continúa, incluso algo más rápido de lo previsto en algunas regiones

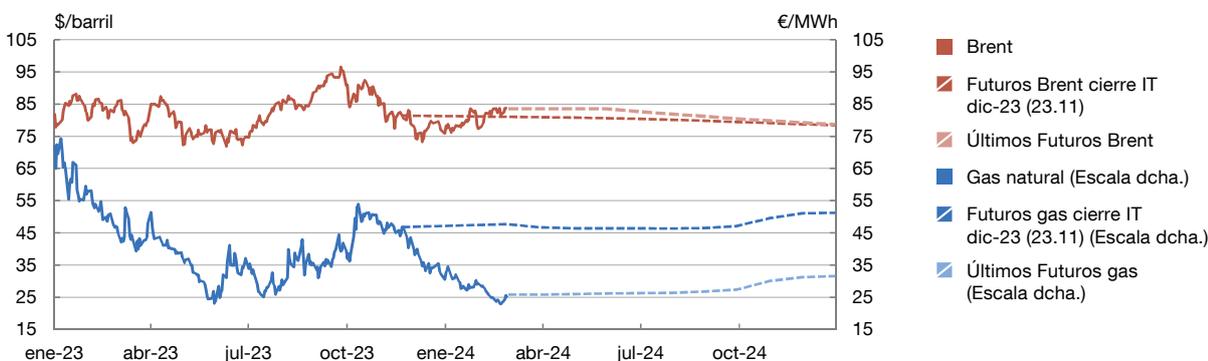
- En términos generales, las tasas de inflación —tanto general como subyacente— han seguido moderándose en los últimos meses en las principales economías mundiales (véase gráfico 2.a).
- En un contexto de políticas monetarias restrictivas, a este proceso de desinflación habrían contribuido también la caída del precio de la energía —especialmente intensa en el caso del gas natural (véase gráfico 2.b)— y la ausencia, por el momento, de efectos de segunda vuelta significativos, lo que ha permitido que las expectativas de inflación a medio plazo se mantengan ancladas en torno a los objetivos de política monetaria de los principales bancos centrales mundiales.
- De cara al futuro, se espera que el descenso de la inflación se prolongue durante los próximos trimestres, si bien a un ritmo, sobre todo en las economías avanzadas, algo más moderado que en 2023. No obstante, estas perspectivas dependen, en gran medida, de que el dinamismo de los márgenes empresariales y de los salarios siga siendo relativamente contenido y de que no se produzca un deterioro adicional de la situación geopolítica global que pueda dar lugar a nuevas **distorsiones en el comercio global** y a repuntes de los precios de las materias primas energéticas.

Gráfico 2

2.a Evolución de la inflación



2.b Precios y futuros gas y petróleo



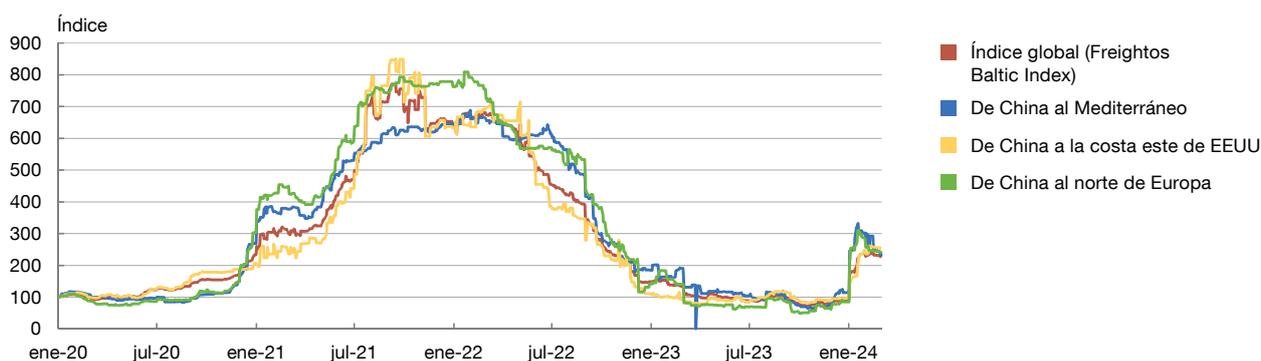
FUENTES: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

3 Las tensiones geopolíticas en el mar Rojo han generado un marcado repunte de los costes de transporte, aunque su impacto en las cadenas globales de suministro estaría siendo contenido

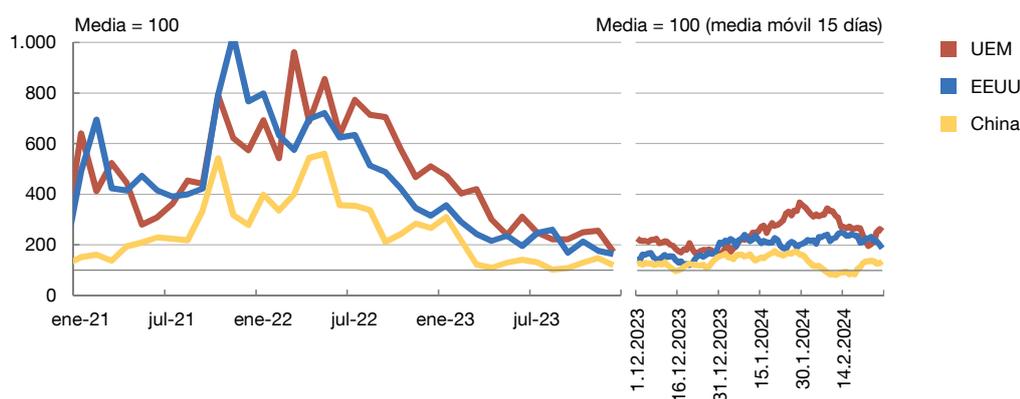
- Desde mediados de diciembre, los ataques de los rebeldes hutíes a los buques de carga que inician su tránsito en el mar Rojo —camino del canal de Suez— han llevado a las mayores compañías de transporte a desviar gran parte de este tráfico hacia el cabo de Buena Esperanza, lo que aumenta de forma significativa el tiempo de navegación y los costes de transporte marítimo (véase gráfico 3.a).
- En cualquier caso, la actual perturbación —que implica una demora en el tráfico, pero no una interrupción del mismo— se produce en un contexto de ausencia de congestión en las industrias logísticas y en las cadenas globales de suministro, por lo que su impacto sobre estas habría sido, de momento, limitado. En esta dirección apuntan los índices de cuellos de botella disponibles¹ (véase gráfico 3.b). En particular, de acuerdo con estos indicadores, el impacto estaría siendo algo más intenso en el área del euro, si bien el índice para esta región aún se encontraría en niveles muy alejados de los máximos observados durante la pandemia.

Gráfico 3

3.a Indicadores de coste de transporte marítimo



3.b Índice de texto de cuellos de botella en los suministros (mensual y diario)



FUENTES: Refinitiv y Banco de España. Última observación: 1 de marzo de 2024.

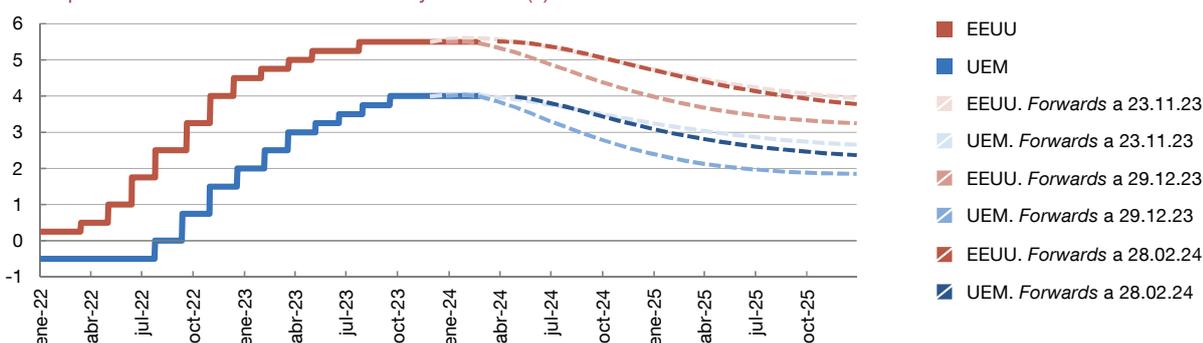
1 Véase Burriel, Pablo, Iván Kataryniuk, Carlos Pérez Montes y Francesca Viani. (2024). "A new supply bottlenecks index based on newspaper data". *International Journal of Central Banking*. De próxima publicación.

4 Los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantienen inalterados sus tipos de interés

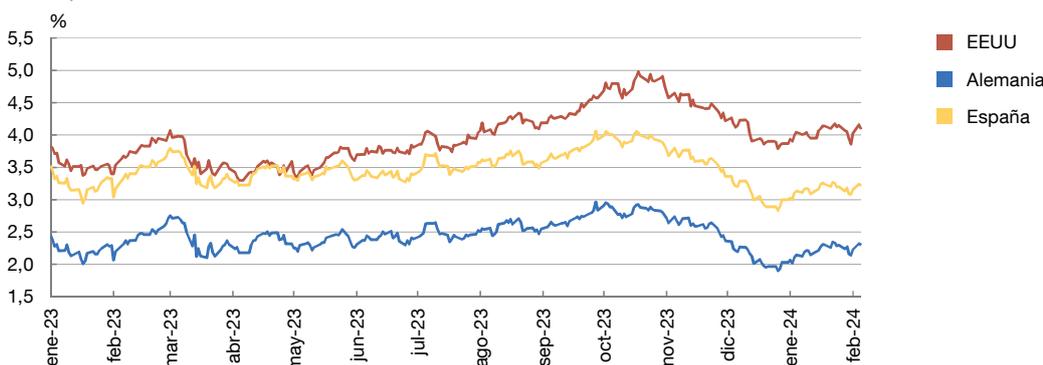
- Las políticas monetarias se encuentran en diferentes fases del ciclo de endurecimiento. En las economías emergentes, los bancos centrales han continuado el proceso de recorte de los tipos de interés que comenzó en el segundo semestre de 2023, si bien con intensidad variable.
- En cambio, en las principales economías avanzadas, los bancos centrales han mantenido sus tipos de interés oficiales inalterados, enfatizando que no existe un calendario predeterminado para reducirlos y que la evaluación de la información disponible en cada reunión continuará guiando sus próximas decisiones.
- Tanto en Estados Unidos como en el área del euro, las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales se han corregido al alza desde finales de 2023, retornando a valores próximos, pero todavía algo inferiores, a los tipos vigentes en la fecha de cierre del ejercicio de **proyecciones del Banco de España de diciembre** (véase gráfico 4.a)². En consonancia, durante el primer trimestre, los tipos de interés a largo plazo en general también han repuntado (véase gráfico 4.b), si bien las primas de riesgo soberanas del área del euro han descendido.

Gráfico 4

4.a Tipos de interés oficiales observados y forwards (a)



4.b Tipos de interés de la deuda soberana a diez años



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License y Banco de España.

a *Forwards* instantáneos estimados con los datos de mercado de los OIS a distintos plazos utilizando el modelo paramétrico de Svensson [Svensson, Lars E. O. (1994). "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994". IMF Working Papers, 94/114, International Monetary Fund] y añadiéndole el diferencial entre el tipo oficial y el tipo de interés a un día en la fecha de estimación.

2 El ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo tiene como fecha de cierre el día 15 de febrero, fecha en la que los supuestos de tipos de interés son algo más bajos que los tipos a fecha de cierre de este Informe.

5 Las bolsas se han revalorizado y las primas de riesgo han mantenido niveles reducidos pese al repunte reciente de los tipos de interés

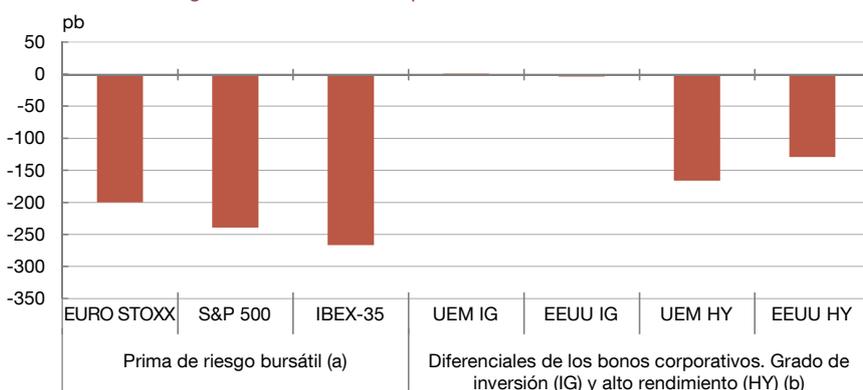
- Las **sorpresas macroeconómicas positivas** y los buenos resultados corporativos, especialmente en Estados Unidos, han impulsado una notable revalorización de los índices bursátiles internacionales durante el trimestre, prolongando la tendencia alcista de finales de 2023 (véase gráfico 5.a). Las ganancias han sido particularmente destacadas en el sector relacionado con la inteligencia artificial. Así, pese al aumento observado de los tipos de interés a largo plazo en lo que va de año, algunos índices, como el S&P 500 y el EURO STOXX, han llegado a cotizar en zona de máximos históricos.
- El IBEX-35, en cambio, ha mostrado una revalorización más contenida, condicionado, en parte, por las escasas referencias tecnológicas en el índice y por la evolución desfavorable de algunos sectores, como el eléctrico y el inmobiliario.
- Por su parte, las primas de riesgo en el segmento de alto rendimiento de renta fija y en la renta variable han permanecido en niveles muy reducidos desde una perspectiva histórica, a pesar de que el escenario macrofinanciero continúa siendo complejo y sigue estando afectado por notables tensiones geopolíticas (véase gráfico 5.b).

Gráfico 5

5.a Evolución de las bolsas



5.b Primas de riesgo. Desviación con respecto a su media histórica



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License y Banco de España.

a La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas [véase Fuller, Russell J., y Chi-Cheng Hsia. (1984). "A simplified common stock valuation model". *Financial Analysts Journal*, 40(5), pp. 49-56. Datos del 29.2.2024]. La media histórica, referida al período 2006-2024, es de 659 pb para el EURO STOXX, 495 pb para el S&P 500 y 782 pb para el IBEX-35.

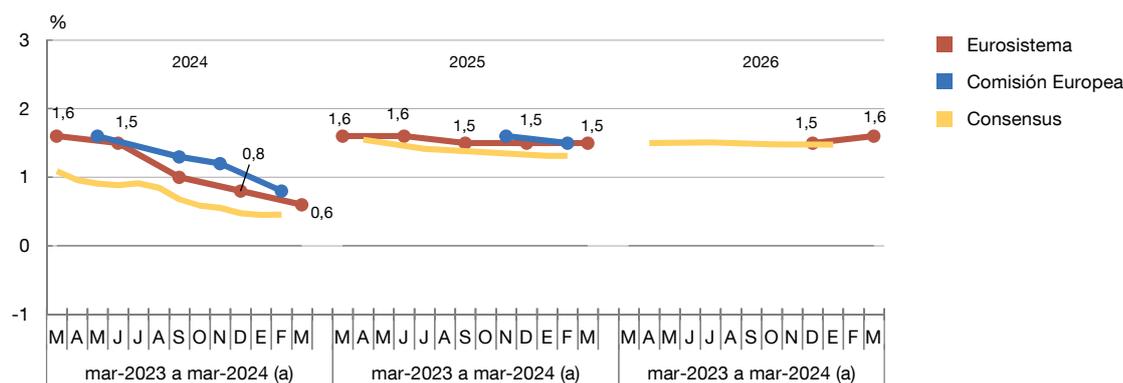
b Diferenciales con respecto a la curva *swap* de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch. Datos del 7.3.2024. La media histórica, referida al período 1998-2024, es de 78 pb en la UEM y 131 pb en EEUU para los bonos IG. Para los bonos HY es de 452 pb en la UEM y 445 pb en EEUU.

6 En el área del euro, la actividad económica sigue mostrando un escaso dinamismo, con previsiones de crecimiento modestas en el corto y medio plazo

- La actividad económica en la Unión Económica y Monetaria (UEM) se estancó en el cuarto trimestre de 2023, tras el leve retroceso registrado en el trimestre anterior. De este modo, el PIB habría crecido un 0,5 % en el conjunto de 2023, muy por debajo del avance del 3,4 % observado en 2022. A este escaso vigor de la actividad habrían contribuido, entre otros factores, unas condiciones financieras restrictivas, el deterioro de la confianza y la pérdida de cuota en los mercados globales de los países del área.
- Esta atonía de la actividad parece haberse prolongado en el arranque de 2024, según los indicadores coyunturales más recientes, que han evolucionado peor de lo anticipado. No obstante, estos mismos indicadores —en su versión prospectiva— parecen sugerir un ligero repunte futuro de la actividad. Todo ello, en un contexto en el que, a pesar de que la creación de empleo ha perdido algo de dinamismo en el último período, el mercado laboral sigue mostrando una considerable resiliencia y la tasa de desempleo se mantiene estable en mínimos históricos.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones del Banco Central Europeo (BCE) de marzo sigue planteando un escenario de recuperación gradual de la actividad económica en el área del euro a lo largo de este año que se traduciría en un crecimiento del PIB del 0,6 % en 2024, dos décimas por debajo de lo esperado en el ejercicio de diciembre. Para 2025 y 2026, el crecimiento previsto se mantendría prácticamente inalterado en el 1,5 % y 1,6 %, respectivamente (véase gráfico 6.a).
- Esta recuperación de la actividad se apoyaría, principalmente, en una mejora de la renta real de los hogares, propiciada por la continuada caída de la inflación —en un entorno de precios más bajos de la energía— y por los aumentos salariales previstos.

Gráfico 6

6.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: Comisión Europea, Consensus Economics y Eurozona.

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

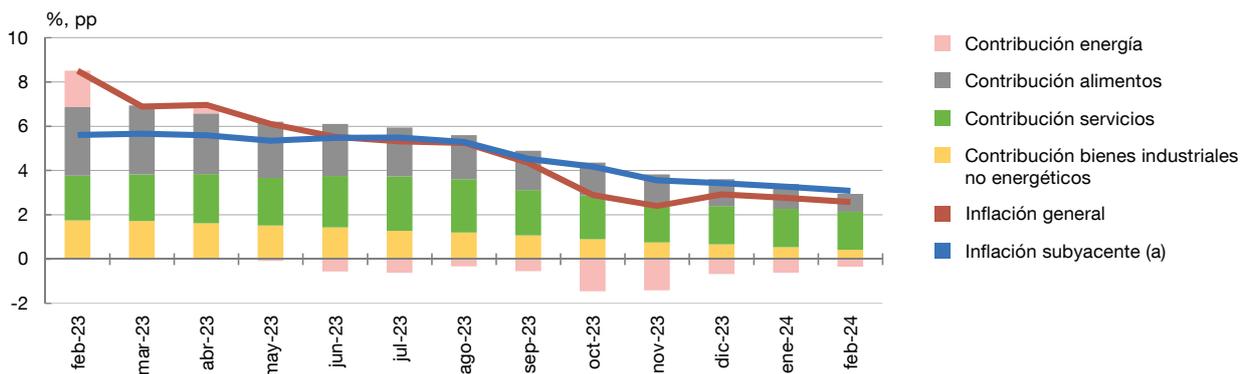


7 La evolución de la inflación en el área del euro ha sorprendido favorablemente en los últimos meses

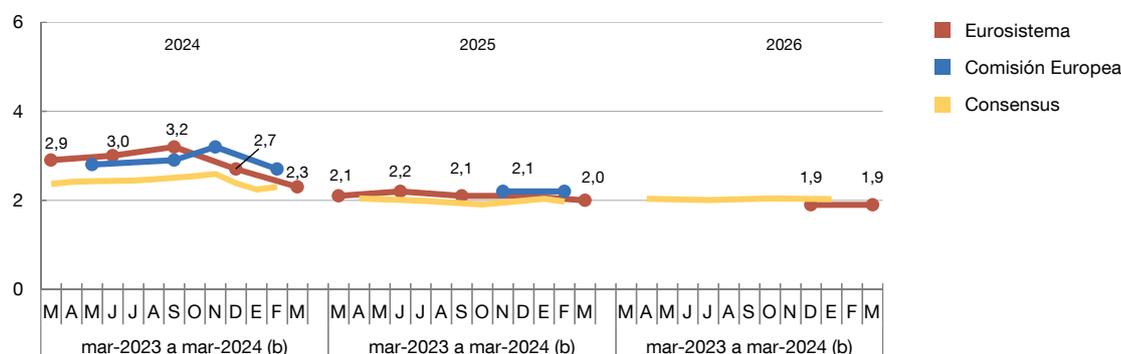
- Según el indicador adelantado del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), la inflación general de la UEM volvió a sorprender a la baja en febrero, situándose en el 2,6%, en parte como consecuencia de un descenso mayor de lo esperado del componente energético (véase gráfico 7.a).
- Por su parte, la inflación subyacente se redujo dos décimas en febrero, hasta el 3,1%, consolidando la senda descendente iniciada en el tercer trimestre de 2023. Este descenso se ha apoyado, principalmente, en la moderación de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la contribución de los precios de los servicios —más afectados por el repunte de los costes laborales— aún se mantiene elevada.
- En línea con los mejores datos de inflación recientes y los nuevos supuestos —que avanzan precios más bajos de la energía en el futuro—, el ejercicio de proyecciones del BCE de marzo contempla, en relación con el ejercicio de diciembre, una revisión a la baja de la inflación prevista en 2024 y 2025 de cuatro y una décimas, respectivamente, hasta el 2,3% y el 2%. Para 2026, la inflación esperada se mantiene en el 1,9% (véase gráfico 7.b).

Gráfico 7

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



7.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 el que se publicó la previsión correspondiente.

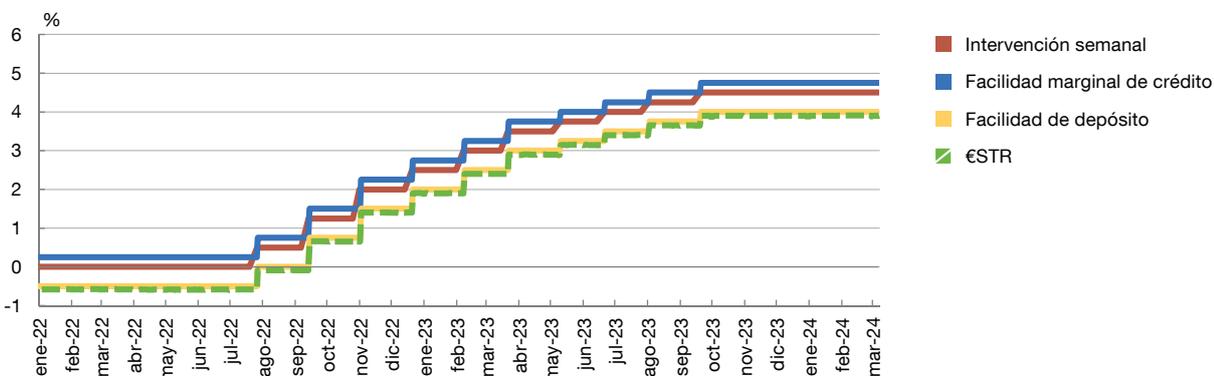


8 Los tipos de interés oficiales del BCE han permanecido sin cambios en niveles restrictivos

- El Consejo de Gobierno (CG) del BCE ha decidido, en su reunión de marzo, mantener inalterado el nivel de sus tres tipos de interés oficiales por cuarta vez consecutiva (véase gráfico 8.a). El tipo de la facilidad de depósito permanece en el 4 % desde septiembre de 2023.
- La decisión se ha tomado atendiendo a la nueva información económica y financiera recibida, así como a las nuevas proyecciones de los expertos del BCE. Si bien tanto la inflación como la mayoría de los indicadores de inflación subyacente del área del euro han sostenido una senda de moderación, las presiones inflacionistas internas siguen siendo intensas, debido en parte al fuerte incremento de los salarios. De este modo, el CG considera que el nivel actual de los tipos de interés oficiales, mantenido durante un tiempo suficientemente largo, contribuirá a que la inflación se sitúe pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. En cualquier caso, el CG seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el grado y duración de la restricción que resulten apropiados.
- Por otra parte, prosigue el proceso de normalización del balance del Eurosistema. La cartera de bonos adquiridos bajo el programa de compras de activos (APP) sigue reduciéndose a un ritmo mesurado y predecible desde que el Eurosistema dejó de reinvertir el principal de los valores vencidos en julio de 2023.

Gráfico 8

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



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 7.3.2024.

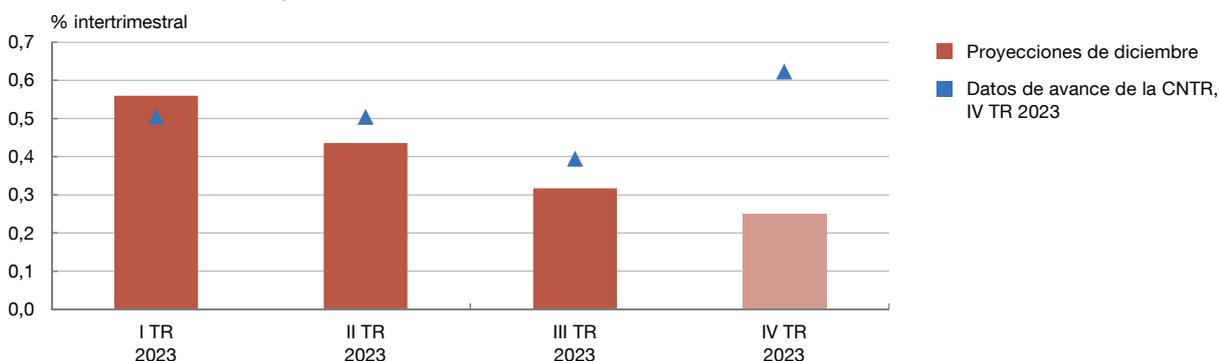


9 La economía española registró una aceleración inesperada de su ritmo de crecimiento en el último trimestre de 2023

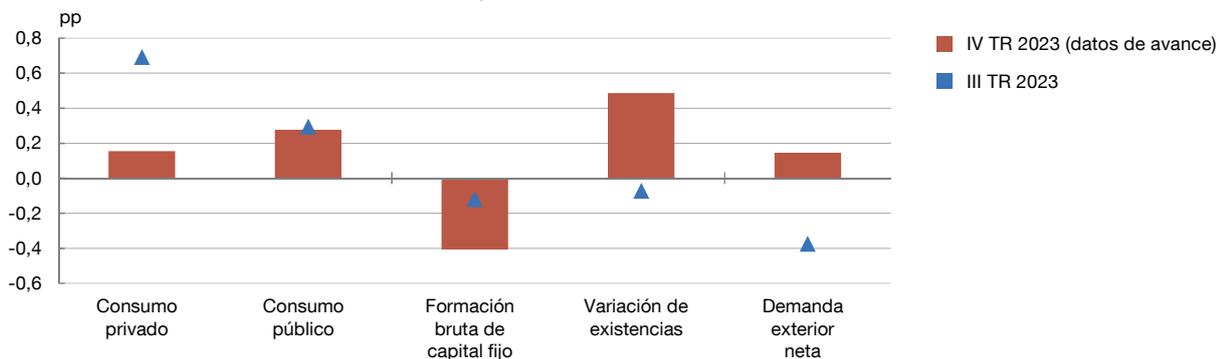
- De acuerdo con los datos de avance³ de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el ritmo de crecimiento del PIB se incrementó en el cuarto trimestre de 2023 hasta el 0,6%, 0,3 pp por encima de la tasa prevista en el **ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre** (véase gráfico 9.a). En este avance, el Instituto Nacional de Estadística (INE) también revisó ligeramente al alza las tasas de variación del PIB en el segundo y tercer trimestre de 2023. Todo ello implica un avance del producto del 2,5% en el conjunto de 2023, que contrasta con el 5,8% observado en 2022.
- El crecimiento del PIB en el cuarto trimestre habría descansado nuevamente en la demanda interna, destacando la aportación del **consumo público** y de la **variación de existencias** (véase gráfico 9.b). En cambio, el comportamiento del **consumo privado** y de la **formación bruta de capital fijo** sorprendió a la baja. Por su parte, la demanda exterior neta contribuyó de forma levemente positiva al crecimiento del PIB como resultado de un mayor dinamismo relativo de las exportaciones.
- Desde la óptica de la oferta, la agricultura, las ramas industriales y la construcción aumentaron su aportación al crecimiento en el cuarto trimestre —tras el mal comportamiento de los trimestres previos—, mientras que la actividad se desaceleró en las ramas de servicios.

Gráfico 9

9.a Evolución del PIB en España



9.b Contribuciones al crecimiento del PIB en España



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



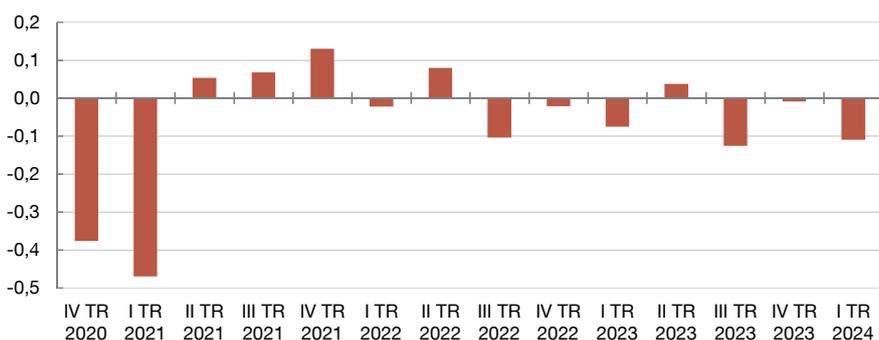
3 La información proporcionada por la CNTR para el cuarto trimestre de 2023 tiene todavía un carácter de avance y es, por tanto, susceptible de ser revisada.

10 La información coyuntural más reciente sugiere que la actividad económica española se habría ralentizado ligeramente en el primer trimestre de 2024

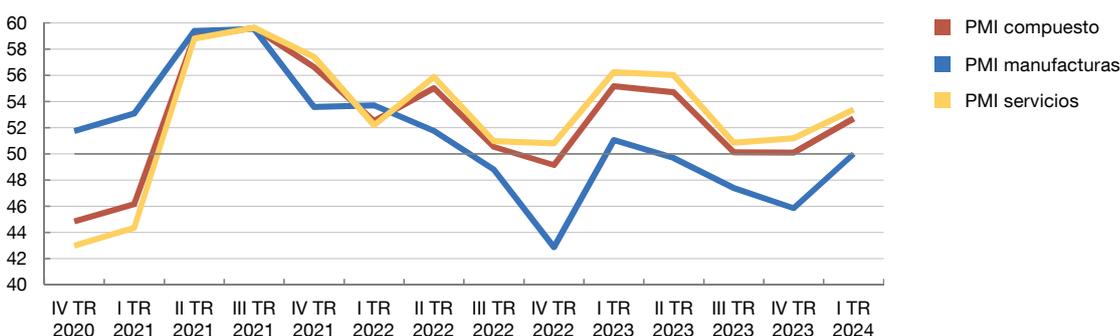
- El análisis conjunto de los distintos indicadores —entre otros, de **empleo**, de **consumo** y de **confianza**— que ofrecen información parcial, y aún incompleta, sobre el comportamiento de la actividad en el primer trimestre del año apunta a que el ritmo de avance del PIB en este período podría situarse en el 0,4 % intertrimestral, si bien la incertidumbre en torno a dicha estimación es elevada⁴.
- Entre los indicadores disponibles, los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) sugieren que, en el conjunto del primer trimestre, la facturación habría retrocedido en términos agregados en relación con el trimestre precedente (véase gráfico 10.a), aunque con una notable heterogeneidad sectorial⁵.
- Por su parte, los PMI, con información hasta febrero, han registrado un repunte con respecto a los valores observados a finales de 2023, especialmente reseñable en el caso de las manufacturas, que venían mostrando valores en terreno contractivo, por debajo de 50, desde el segundo trimestre del año pasado (véase gráfico 10.b).

Gráfico 10

10.a Evolución trimestral de la facturación de la EBAE (a)



10.b Evolución de los PMI (b)



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

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 del primer trimestre de 2024 es el promedio de los meses de enero y febrero.



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

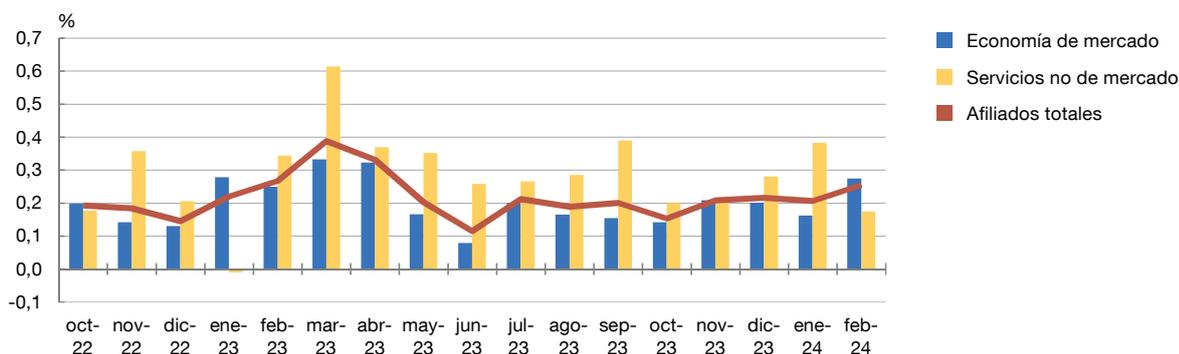
5 Para más detalles, véase [Fernández e Izquierdo \(2024\)](#).

11 La creación de empleo mantiene un elevado dinamismo, favorecida, como en trimestres anteriores, por el impulso proveniente de los trabajadores de nacionalidad extranjera

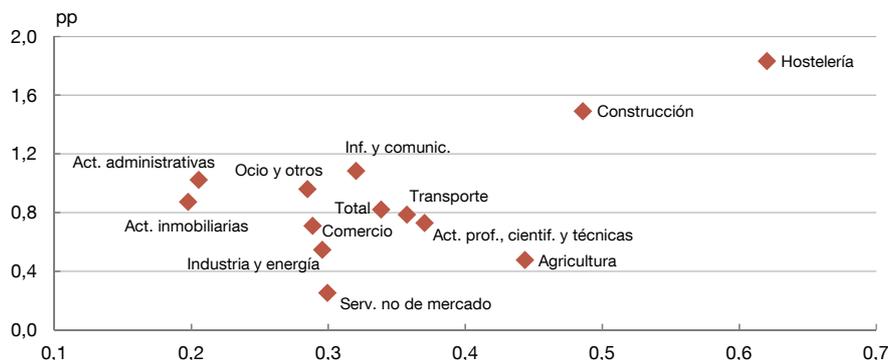
- En febrero, la afiliación a la Seguridad Social creció un 0,3 % en tasa mensual desestacionalizada, un ritmo de avance algo superior al que se viene observando desde el verano pasado (véase gráfico 11.a). Por ramas de actividad, destacó el dinamismo de la ocupación en la economía de mercado, especialmente en la agricultura y en los servicios de mercado y, dentro de estos, en la hostelería.
- En el conjunto de 2023, el colectivo de trabajadores de nacionalidad extranjera proporcionó un fuerte impulso a la afiliación, con un crecimiento medio del 9,5 %, frente al del 1,7 % que presentaron los afiliados españoles. Este patrón se ha prolongado en los inicios de este año, con avances interanuales del 8,3 % y del 1,9 % para la afiliación extranjera y para la nacional, respectivamente, en febrero.
- En los últimos trimestres, este dinamismo del empleo extranjero habría contribuido a aliviar el tensionamiento en algunos de los sectores donde las empresas reportan una mayor escasez de mano de obra, como la hostelería y la construcción (véase gráfico 11.b). En efecto, fue en estas dos ramas, en las que los problemas de escasez de mano de obra son más acuciantes —de acuerdo con la EBAE—, donde se produjeron los mayores aumentos relativos del número de ocupados de nacionalidad extranjera en 2023.

Gráfico 11

11.a Afiliación total, de la economía de mercado y de los servicios no de mercado (a)



11.b Relación entre el avance de la afiliación extranjera y la percepción de escasez de mano de obra (b)



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

a Tasa mensual desestacionalizada.

b El eje vertical recoge la variación en el peso de la afiliación extranjera sobre el total de afiliados de cada sector entre 2022 y 2023. En el eje horizontal se representa el indicador de dificultades de disponibilidad de mano de obra reportado en el IV TR 2022 por las empresas participantes en la EBAE.

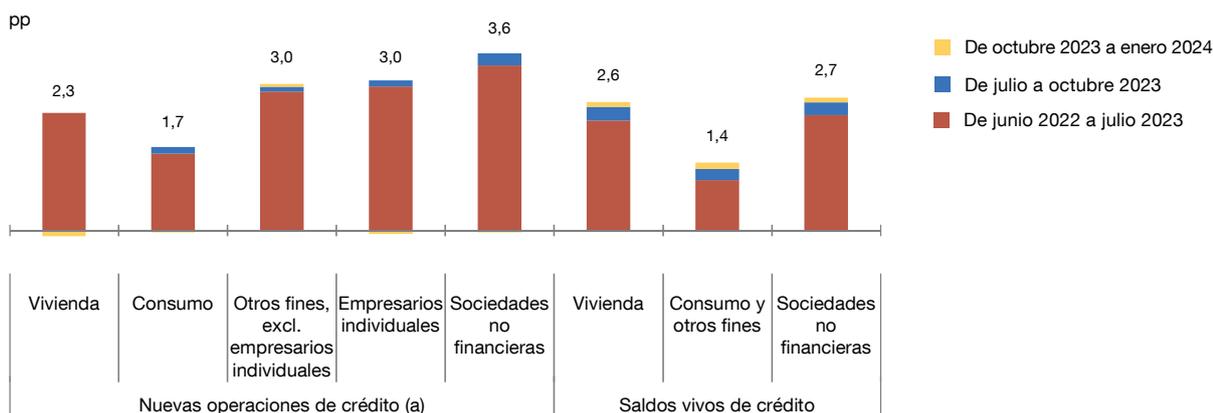


12 La financiación recibida por los hogares y las empresas continúa mostrando una cierta debilidad, en un contexto de costes de financiación elevados

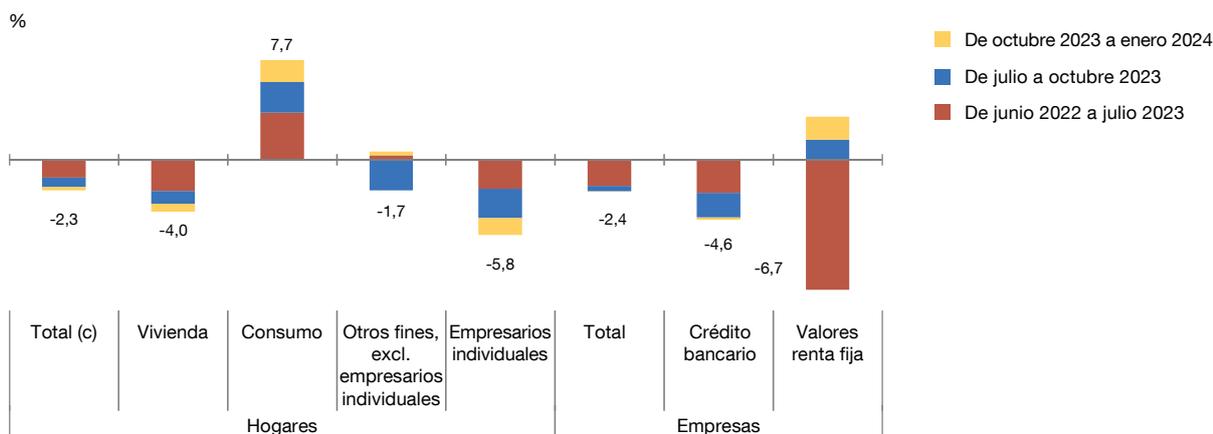
- En consonancia con la maduración del ciclo de endurecimiento de la **política monetaria del BCE**, los tipos de interés del nuevo crédito a hogares y empresas han empezado a registrar pequeñas reducciones, mientras que el coste medio de los préstamos vivos se ha incrementado muy levemente (véase gráfico 12.a).
- Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), en el último trimestre de 2023 la contracción de la demanda de crédito se moderó y los criterios de concesión solo se endurecieron en los préstamos a hogares para consumo y otros fines, en una intensidad menor que la del tercer trimestre. Para el primer trimestre de 2024, las entidades financieras anticipan una dinámica muy similar tanto de la demanda como de la oferta de crédito.
- La financiación a hogares y empresas ha seguido contrayéndose, aunque a un ritmo cada vez menor (véase gráfico 12.b). No obstante, los préstamos para consumo y las emisiones de renta fija corporativa han mostrado flujos netos de financiación positivos en los últimos trimestres.

Gráfico 12

12.a Incremento en el coste del crédito desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la política monetaria



12.b Variación del crédito a hogares y empresas desde mediados de 2022 (b)



FUENTE: Banco de España.

a Los tipos de interés bancario son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones, y están justados por componente estacional e irregular.

b Datos desestacionalizados. Incluye titulizaciones, salvo en el desglose de otros fines. El total incluye financiación del resto del mundo. Los valores de renta fija incluyen las emisiones de filiales en el exterior.

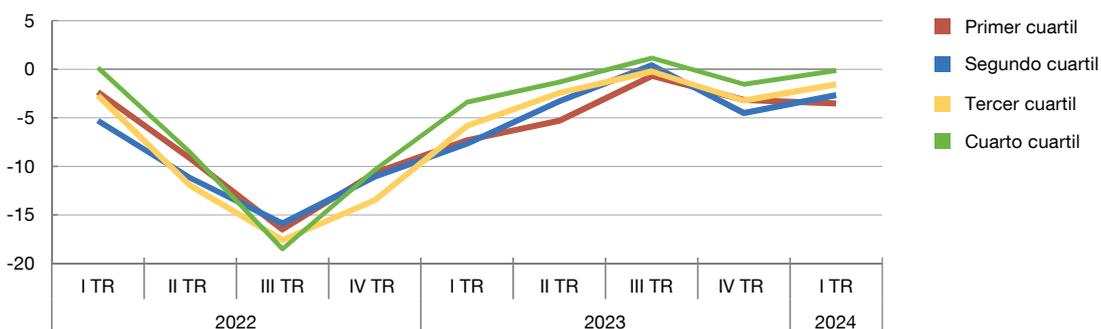


13 El consumo privado presentaría, en el primer trimestre del año, un dinamismo similar al del trimestre anterior

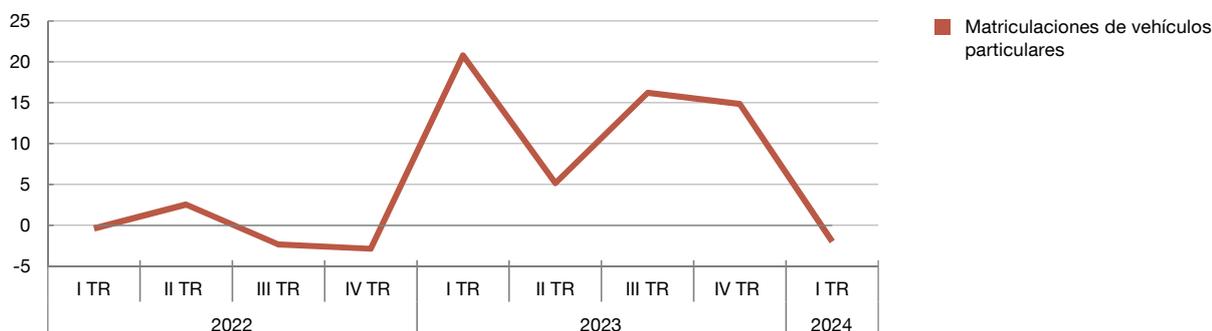
- Tras moderarse algo más de lo previsto en los últimos meses de 2023, el consumo privado habría mantenido en el arranque de 2024 un ritmo de crecimiento similar al del cuarto trimestre del año pasado. Este avance estaría apoyado, entre otros factores, en la fortaleza que continúa mostrando el **mercado laboral**, en los elevados niveles de partida de la tasa de ahorro y en la recuperación gradual de la confianza de los consumidores, en particular de aquellos situados en los estratos de renta media y alta (véase gráfico 13.a).
- En todo caso, la evolución reciente del **crédito al consumo** y de las ventas de automóviles (véase gráfico 13.b) sugiere que el impulso al consumo proporcionado por el gasto de los hogares en bienes duraderos estaría disminuyendo, como ya se anticipaba en el **ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre**.
- De cara a los próximos trimestres, en un contexto de progresiva moderación de las presiones inflacionistas, de relativa robustez del mercado de trabajo y de condiciones financieras algo más favorables, se espera que el gasto de las familias prolongue su tendencia expansiva, de forma que el ritmo de avance de este componente de la demanda sería, en el conjunto de este año, algo superior al observado durante 2023 (1,8 %).

Gráfico 13

13.a Confianza de los consumidores y expectativas de grandes compras (a)



13.b Evolución de las matriculaciones de vehículos particulares (b)



FUENTES: Comisión Europea y Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC).

a Para el primer trimestre de 2024, el dato corresponde al promedio de enero y febrero de 2024 (última información disponible). Datos normalizados, obtenidos restando al valor del indicador su registro promedio desde el año 2000.

b Tasas de crecimiento interanual. El dato del primer trimestre de 2024 se calcula con la información de enero y febrero con respecto al primer trimestre de 2023.

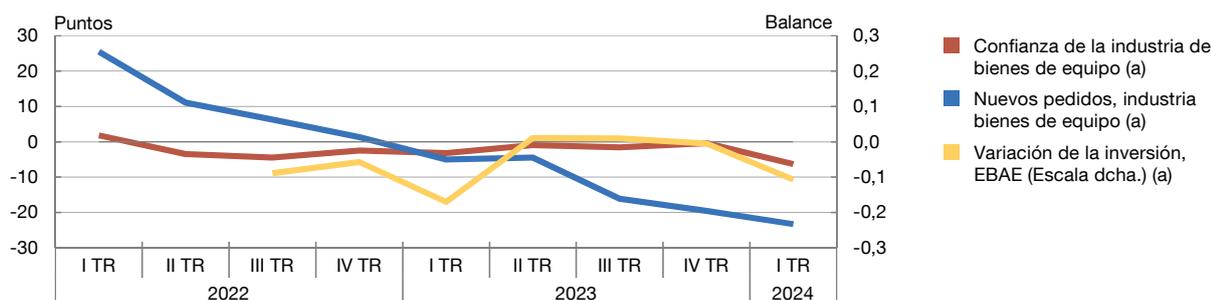


14 La debilidad de la inversión empresarial podría extenderse al inicio de 2024, mientras que la inversión en vivienda mostraría un tono más positivo

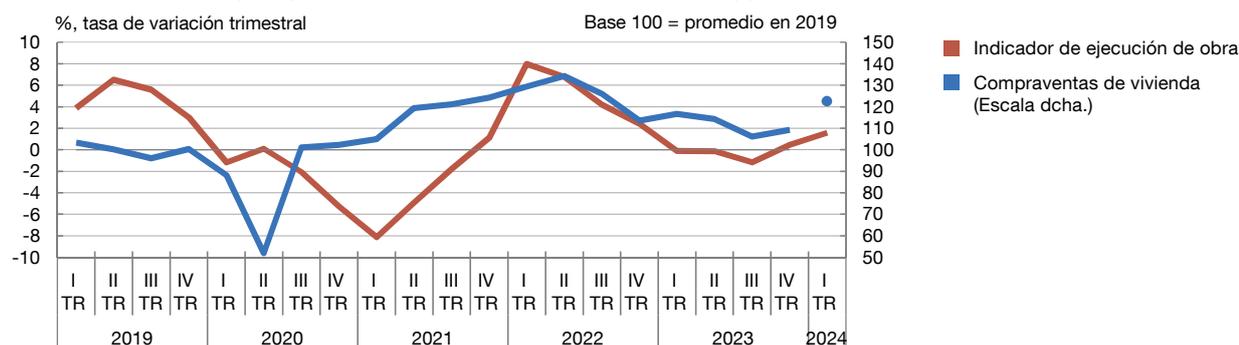
- En el cuarto trimestre de 2023, la formación bruta de capital fijo presentó un comportamiento peor del anticipado y se contrajo un 2 % intertrimestral. Este retroceso, mayor que el observado en el tercer trimestre (del 0,7 %), fue generalizado, aunque destacó la caída de la inversión en maquinaria y bienes de equipo (del 4,8 %).
- La acumulación de diversas sorpresas negativas en este componente de la demanda a lo largo de los últimos trimestres podría estar reflejando una mayor debilidad estructural de la inversión empresarial que la considerada unos meses atrás. Este hecho, unido a la evolución reciente de distintos indicadores cualitativos (véase gráfico 14.a), apuntaría a una cierta fragilidad por parte de la inversión empresarial a principios de este año.
- Por su parte, la inversión en vivienda, que avanzó un 0,2 % a finales de 2023, mantendría un tono positivo en el primer trimestre de este año a la luz del comportamiento reciente del indicador de ejecución de obra (véase gráfico 14.b). Todo ello, en un contexto de aumentos del precio de la vivienda (del 4,2 % interanual a finales de 2023), explicados, fundamentalmente, por una oferta insuficiente para atender las necesidades de la demanda⁶.

Gráfico 14

14.a Indicadores cualitativos de la inversión



14.b Evolución de los principales indicadores de la inversión en vivienda (b)



FUENTES: Comisión Europea, EBAE (Banco de España), Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

a La última observación disponible para la confianza y los nuevos pedidos de la industria es febrero de 2024. El indicador de la EBAE se construye asignando valores (2, 1, 0, -1, 2) a las respuestas cualitativas de las empresas (aumento significativo, aumento leve, estabilidad, descenso leve, descenso significativo).

b Para el indicador de ejecución de obra se asume un calendario de ejecución de tres meses desde que se emite el visado hasta el inicio de la obra y de dieciocho meses para la ejecución. Serie desestacionalizada para las compraventas de vivienda. Última observación: enero de 2024.



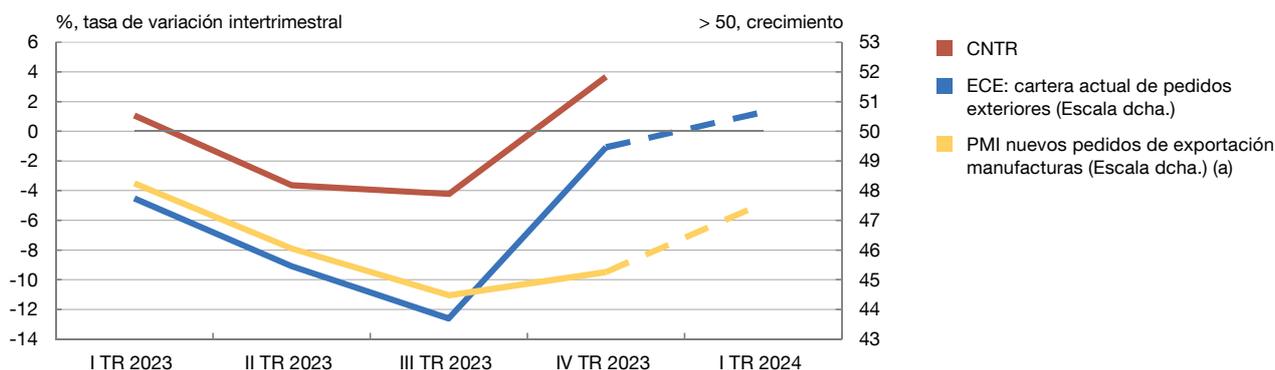
⁶ Véase Lajer, Andrés, David López y Lucio San Juan. (2024). "El mercado de la vivienda residencial en España en perspectiva: hechos estilizados y evolución reciente". Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.

15 El sector exterior prolongaría, en el primer trimestre, la senda positiva registrada a finales del año pasado, tanto en el componente de bienes como en el de servicios

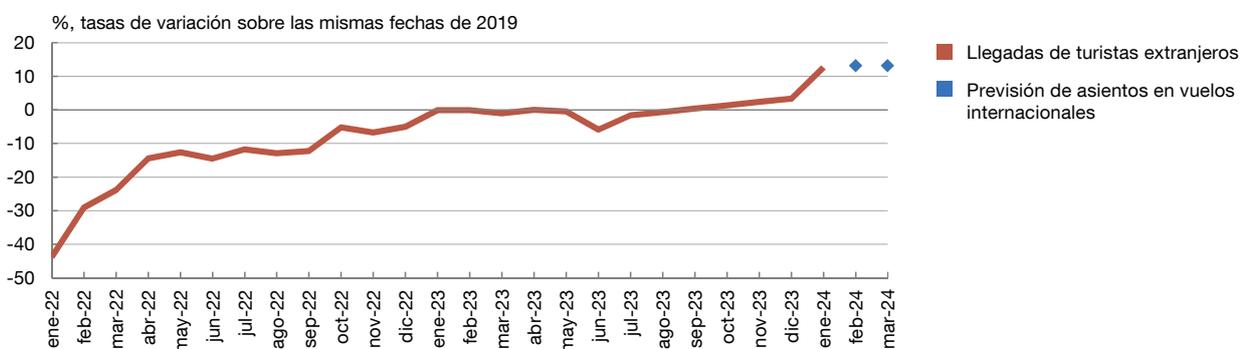
- La contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento en el último trimestre de 2023 (de 0,1 pp) descansó en una notable mejoría de las exportaciones, especialmente las de bienes, que avanzaron un 3,7%. A tenor de la evolución reciente de la cartera de pedidos exteriores y del indicador PMI de nuevos pedidos de exportación (véase gráfico 15.a), esta tendencia positiva de las exportaciones de bienes se mantendría también en el primer trimestre del año. Por lo que respecta a las importaciones de bienes, estas continuarían lastradas, en cierta medida, por el escaso dinamismo relativo que se espera de la **inversión empresarial**.
- En cualquier caso, el comportamiento de las exportaciones netas de bienes en los próximos meses podría verse muy condicionado por la evolución de las **tensiones geopolíticas en el mar Rojo** y por una posible escalada de las protestas en el sector agrícola europeo.
- Por su parte, tanto las exportaciones de servicios no turísticos como las de turismo crecieron en el cuarto trimestre de 2023. En lo que se refiere a estas últimas, los indicadores más recientes de llegadas de pasajeros internacionales serían coherentes con un tono también positivo de esta partida en el primer trimestre del año (véase gráfico 15.b).

Gráfico 15

15.a Evolución de las exportaciones de bienes en volumen (a)



15.b Llegadas de pasajeros aéreos internacionales. Tasas de variación sobre los niveles prepandemia



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, S&P Global y Aena.

a Los datos del primer trimestre de 2024 corresponden al promedio de enero y febrero.

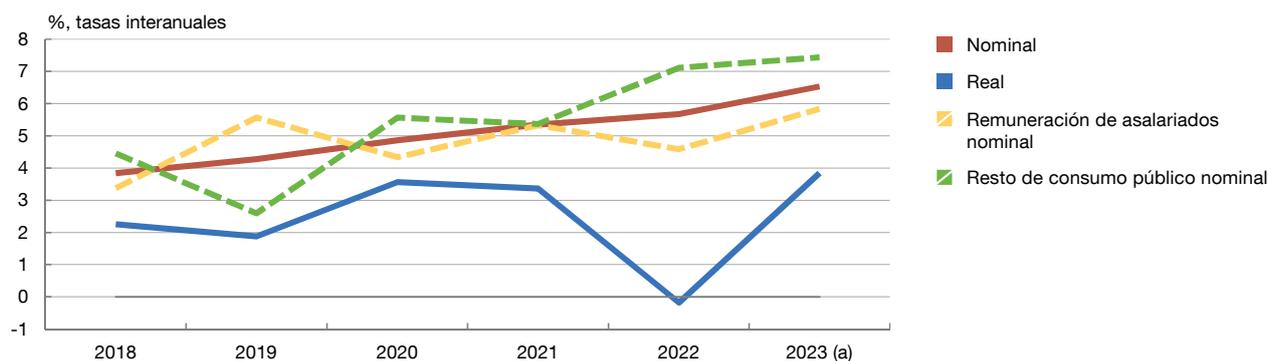


16 El consumo público sorprendió al alza en 2023

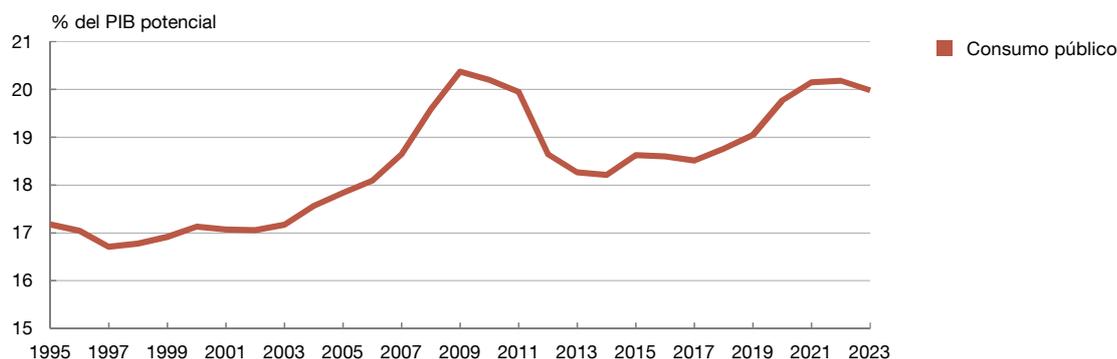
- El avance de la CNTR del cuarto trimestre, junto con la revisión de los datos de trimestres anteriores, han deparado una considerable sorpresa al alza en relación con el comportamiento del consumo público. Así, en el conjunto del año, esta partida habría aumentado un 3,8 % en términos reales —frente al 2,2 % previsto en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre](#)—, una tasa muy superior a la observada en 2022 e incluso durante el período de mayor incidencia de la pandemia (véase gráfico 16.a). A esta aceleración, que también se aprecia en términos nominales, habrían contribuido tanto la remuneración de los asalariados como el resto de partidas del consumo público.
- De esta forma, en porcentaje del PIB potencial, el consumo público se habría situado en un nivel muy próximo al máximo histórico que alcanzó en 2009 (véase gráfico 16.b). En la medida en que la evolución reciente de esta partida —sobre cuyos determinantes existe una considerable incertidumbre— podría no responder a factores transitorios —como posibles gastos relacionados con el programa NGEU u otras medidas de carácter temporal—, este mayor consumo público supondría una presión adicional sobre las cuentas públicas, que reafirmaría la necesidad de acometer un proceso riguroso de consolidación fiscal en nuestro país⁷.

Gráfico 16

16.a Evolución reciente del consumo público



16.b El consumo público en una perspectiva de largo plazo



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

a Para 2023, la desagregación del consumo público en remuneración de asalariados y resto se basa en los datos mensuales, hasta noviembre, del agregado de AAPP sin CCLL.



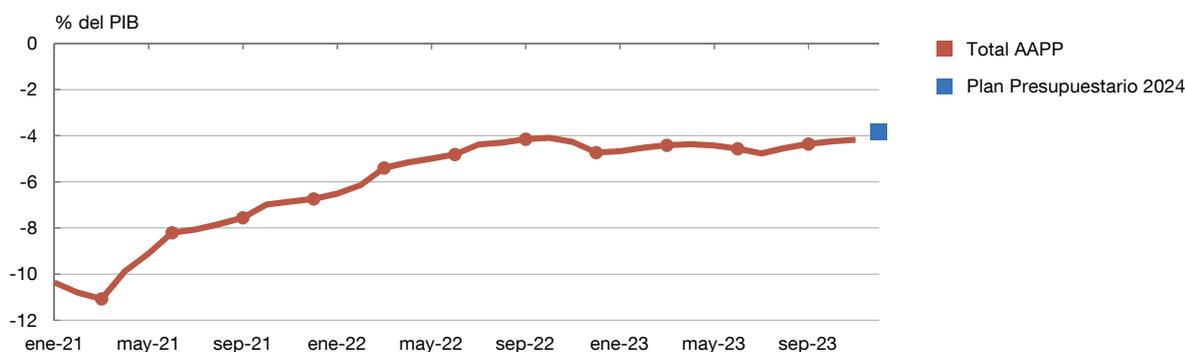
7 Véase la [presentación del gobernador del Informe Anual del Banco de España de 2022](#).

17 La extensión parcial a 2024 de las medidas de apoyo ante el repunte de los precios podría requerir de actuaciones compensatorias de ajuste fiscal

- Hasta noviembre de 2023, en el acumulado de doce meses, el saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas registra un déficit equivalente al 4,2% del PIB. Este desequilibrio se encuentra prácticamente a medio camino entre el registrado en 2022, del 4,7% del PIB, y el objetivo de déficit que el Gobierno se había marcado para 2023, del 3,9% del PIB (véase gráfico 17.a).
- El descenso del déficit en 2023 habría sido el resultado de un crecimiento elevado de los ingresos (del 8,5% hasta noviembre) y de un menor avance de los gastos (del 6,5%). Los primeros se vieron impulsados, fundamentalmente, por las mayores bases imponibles de los impuestos directos derivadas de los aumentos nominales observados en los excedentes empresariales, los salarios y las prestaciones sociales. Por su parte, los gastos se vieron afectados al alza por la revalorización de las pensiones y por el **dinamismo del consumo público**; un efecto que fue compensado, en parte, por el menor coste que supusieron, con respecto al año anterior, las medidas de apoyo ante la crisis inflacionista.
- De cara a 2024, el Gobierno ha extendido de forma parcial algunas de estas medidas, como la rebaja del IVA de los alimentos, las reducciones de impuestos energéticos o la subvención al transporte de viajeros⁸. En conjunto, se estima que esta extensión tendría un coste presupuestario de en torno a 0,6 pp del PIB en 2024. Este coste es inferior al que estas medidas tuvieron en 2023 —1,2 pp del PIB— y en 2022 —1,5 pp del PIB—. No obstante, para asegurar el cumplimiento de la recomendación europea para 2024 —lo que requiere que el crecimiento nominal del gasto primario neto financiado a nivel nacional en 2024 no supere el 2,6%—, podría resultar necesario implementar medidas compensatorias adicionales de ajuste del gasto o de incremento de los ingresos.

Gráfico 17

17.a Saldo presupuestario de las AAPP (a)



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

a Los puntos corresponden a datos del conjunto de las AAPP, que la Intervención General de la Administración del Estado solo publica trimestralmente y con mayor retraso. Los datos mensuales restantes se extrapolan a partir de la información del agregado excluyendo corporaciones locales.



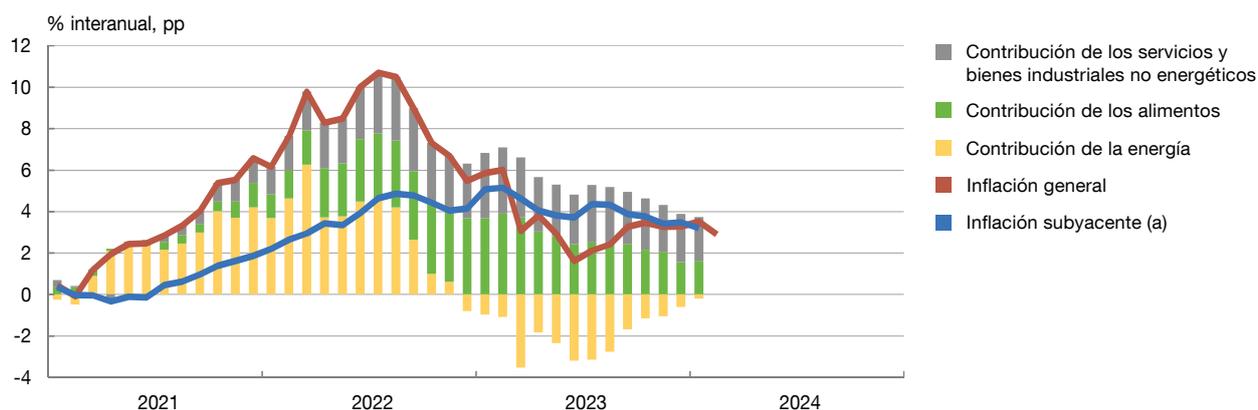
⁸ Véase Real Decreto-ley 8/2023, de 27 de diciembre.

18 La inflación descendió hasta el 2,9 % en febrero, tras el repunte observado en enero, que reflejó la reversión parcial de las medidas de apoyo ante la crisis energética

- La inflación descendió seis décimas en febrero⁹, hasta una tasa interanual del IAPC del 2,9 % (véase gráfico 18.a), lo que reflejaría, fundamentalmente, la favorable evolución de los precios de la electricidad en este mes. Por su parte, el aumento de la inflación observado en enero fue consecuencia, principalmente, de la reversión parcial de las medidas de apoyo ante la crisis energética, que ha afectado a los precios de la electricidad y el gas¹⁰, y habría sumado unas 3 décimas a la tasa de inflación general en el primer mes del año.
- Con información hasta enero, la desaceleración de los precios alimenticios se frenó a principios de año, principalmente por el efecto base de la rebaja del IVA a principios de 2023¹¹. Por su parte, la inflación subyacente prolongó su descenso, alcanzando una tasa interanual del 3,2 %, casi 2 pp por debajo de la registrada un año antes. Entre sus componentes, los bienes industriales no energéticos prolongaron la desaceleración de los meses anteriores —aunque el impacto de las rebajas en vestido y calzado resultó inferior al esperado—, mientras que la moderación de las partidas de ocio, restauración y turismo, así como de las relativas al mantenimiento y conservación de la vivienda, apoyó una leve desaceleración en el componente de servicios.

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.



9 Según el indicador adelantado del IAPC general correspondiente al mes de febrero. La información sobre la evolución desagregada de los componentes del IAPC en febrero se publica el 14 de marzo.

10 Aunque las medidas aprobadas a finales de diciembre supusieron una renovación parcial de las adoptadas para hacer frente al aumento de la inflación, conllevaron aumentos de algunos tipos impositivos. Así, en enero, el tipo impositivo del IVA de la electricidad y del gas natural se incrementó del 5 % al 10 %, y el tipo del impuesto especial sobre la electricidad pasó del 0,5 % al 2,5 %. Dado el descenso en febrero del precio mayorista de la electricidad por debajo de los 45 euros/MWh, el IVA de la electricidad ha regresado al 21 % en el mes de marzo, y, dada la evolución esperada para el precio de la electricidad en los mercados de futuros, se espera que se sitúe en dicho nivel durante cuatro meses a lo largo de 2024.

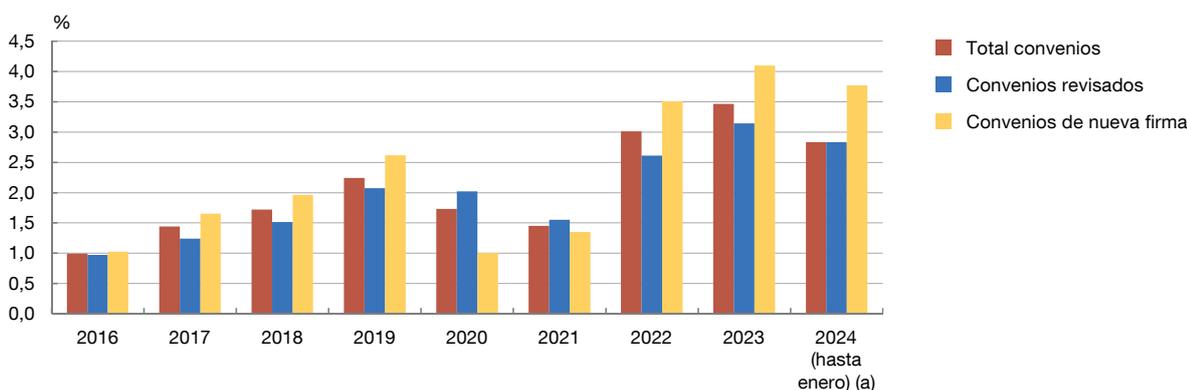
11 En enero se ha reducido el número de partidas que moderaron su crecimiento interanual hasta el 54 % de la cesta de alimentos, frente al 90 % registrado en diciembre. Esta reducción se explica, en parte, por el efecto base de la reducción en enero de 2023 del IVA de algunos alimentos esenciales.

19 El incremento salarial pactado para 2024 se sitúa en el 2,8 %, en línea con el V AENC, aunque los costes laborales presentan ritmos de avance más elevados

- Con información hasta enero, el incremento salarial pactado para 2024 se sitúa en el 2,8 %, un aumento que estaría en línea con el contemplado en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (V AENC)¹² y que supone una moderación de 0,7 pp en el ritmo de avance de los salarios pactados con respecto al observado en 2023 (véase gráfico 19.a). La práctica totalidad de los asalariados con convenio cerrado para 2024 —alrededor de 7,3 millones de trabajadores— tienen convenios firmados en años anteriores.
- Por su parte, la remuneración por asalariado en la economía de mercado finalizó 2023 con un avance del 6 %, muy por encima de los incrementos salariales pactados en convenio. Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), con información hasta el tercer trimestre, este mayor aumento reflejaría tanto el repunte de los costes no salariales —debido, fundamentalmente, al alza de las cotizaciones sociales¹³— como un avance del coste salarial ordinario por encima de lo pactado en la negociación colectiva.

Gráfico 19

19.a Incremento salarial pactado



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social e Instituto Nacional de Estadística.

a Los convenios de nueva firma de enero de 2024 tienen escasa representatividad, ya que se refieren únicamente a 16.453 trabajadores enmarcados en solo 8 convenios.



12 Si se tienen en cuenta los convenios con efectos en 2024 firmados desde el segundo semestre de 2023, tras la firma del V AENC en el mes de mayo, el incremento salarial medio se sitúa en el 2,9 %, en línea con la referencia del 3 % acordada.

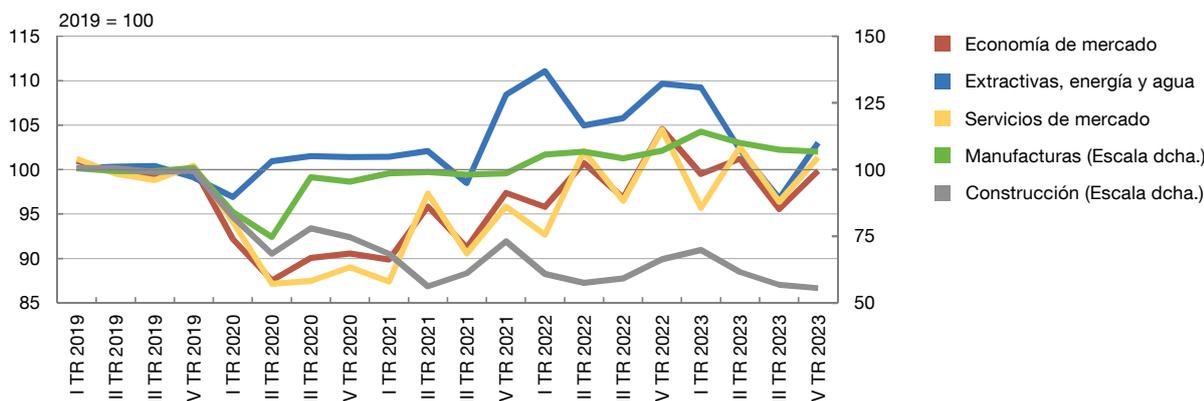
13 En particular, a raíz del aumento de las bases máximas de cotización —del 8,6%— y de las bases mínimas —del 8% tras la subida del Salario Mínimo Interprofesional (SMI)—, así como del incremento de 0,6 pp en el tipo de cotización a la Seguridad Social como consecuencia de la entrada en vigor del Mecanismo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

20 Los márgenes empresariales permanecen en niveles cercanos a los observados antes de la pandemia, aunque con una elevada heterogeneidad sectorial

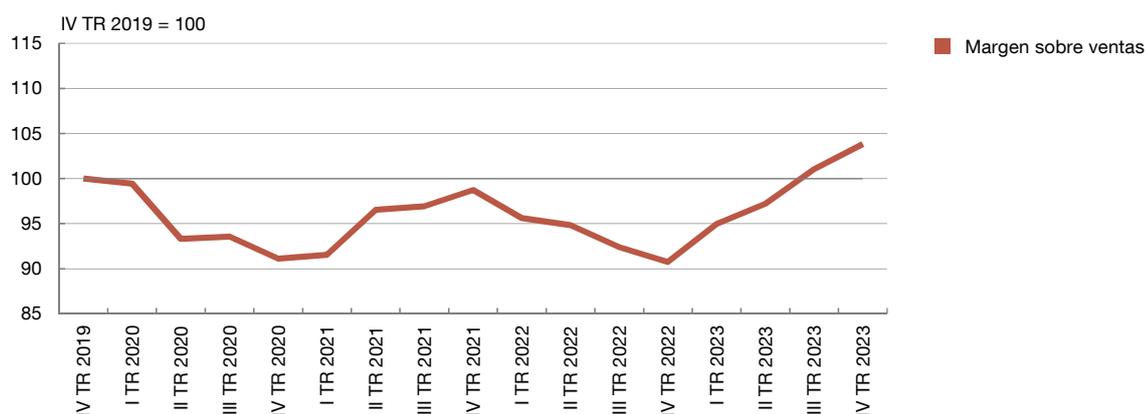
- De acuerdo con la información de la CNTR, la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado se habría mantenido en 2023 ligeramente por debajo de su nivel prepandemia (véase gráfico 20.a). En cualquier caso, esta evolución agregada continúa siendo compatible con dinámicas muy heterogéneas entre sectores.
- Por otra parte, la información de la Agencia Tributaria procedente de las ventas de grandes empresas y pymes apunta a una evolución algo más dinámica en 2023 del margen de explotación, definido como la ratio entre el indicador del resultado bruto de explotación y las ventas totales (véase gráfico 20.b). Un comportamiento que podría estar condicionado, al menos en parte, por los **mayores costes financieros** que las empresas endeudadas de nuestro país soportaron a lo largo del año pasado, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria.

Gráfico 20

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



20.b Evolución de los márgenes empresariales según información de la AEAT (a)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y modelos del IVA y retenciones por rendimientos del trabajo y actividades económicas (AEAT).

a Total de empresas, excluyendo los sectores de refino (CNAE 19), comercio mayorista de combustibles (CNAE 4671) y gas y electricidad (CNAE 35). El margen sobre ventas se define como el cociente entre el indicador del resultado bruto de explotación y las ventas totales. Datos acumulados de cuatro trimestres, población corriente.

