

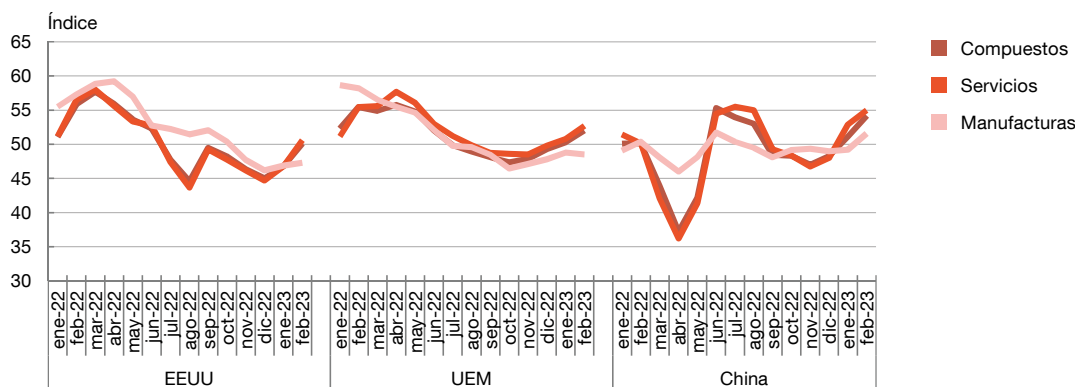
## INFORME

## 1 Las perspectivas económicas para 2023 han experimentado una cierta mejora a escala global

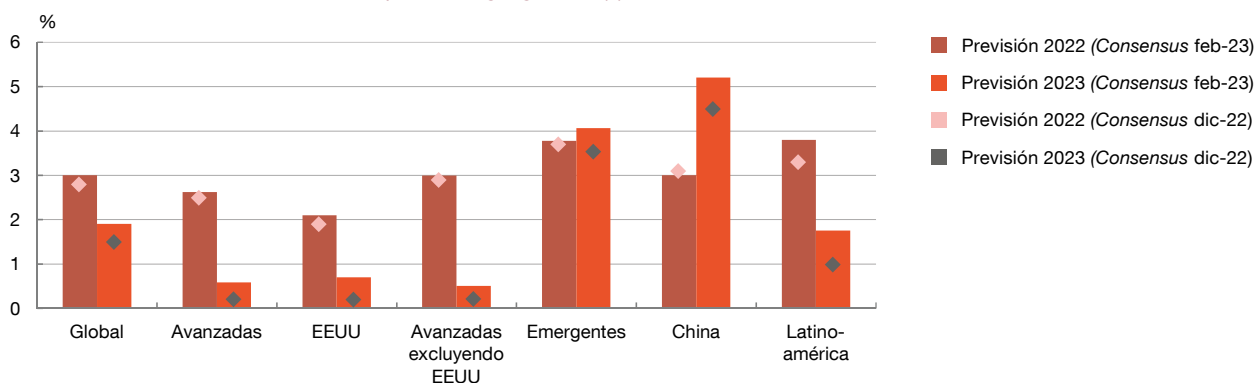
- La desaceleración de la actividad económica mundial continuó en el tramo final del año pasado, siendo especialmente visible en términos de los flujos de comercio internacional. No obstante, la desaceleración fue menos intensa de lo que se esperaba unos meses atrás, en parte como consecuencia de las **sorpresas a la baja registradas en la evolución de los precios de la energía**, de una mejora sostenida de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros y de un cambio de tendencia en los principales indicadores de confianza (véase gráfico 1.a).
- El mantenimiento de estas dinámicas favorables a comienzos de 2023, junto con la **reapertura de la economía China tras el abandono de la política de Covid cero** —que solo lastró de forma temporal la actividad económica en este país—, ha llevado a la mayor parte de los analistas —entre ellos, el Fondo Monetario Internacional y la Comisión Europea— a revisar al alza sus perspectivas de crecimiento para 2023, especialmente en Estados Unidos y China (véase gráfico 1.b). A pesar de ello, aún se prevé una significativa desaceleración del crecimiento económico global respecto a 2022, que sería particularmente acusada en las economías avanzadas.

Gráfico 1

### 1.a Evolución de los PMI



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



FUENTE: Consensus Forecasts y S&P Global.

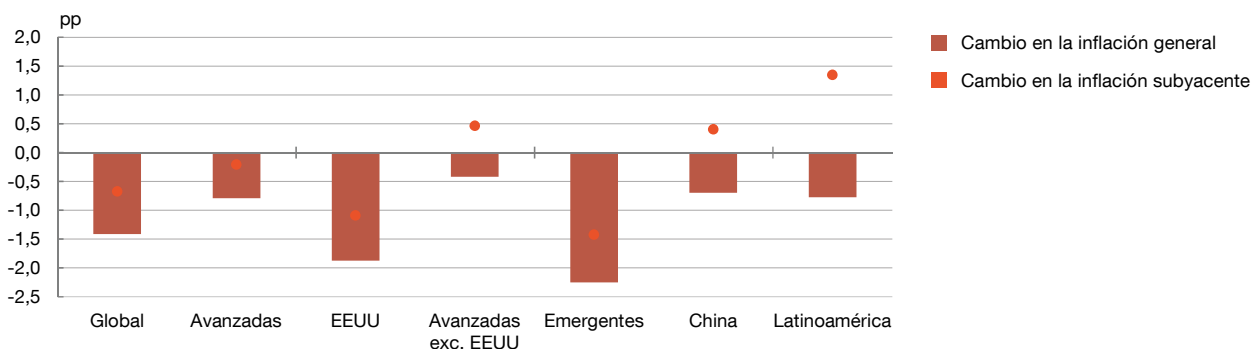
a El agregado «Avanzadas» incluye 13 áreas geográficas (Unión Económica y Monetaria, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, República Checa, Dinamarca, Islandia, Israel, Japón, Corea del Sur, Noruega, Suecia y Suiza), y el agregado «Emergentes», 13 economías de Asia, Europa del Este y Latinoamérica (China,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

## 2 Las tasas de inflación general se han moderado en las principales economías mundiales, debido, fundamentalmente, al descenso del precio de las materias primas energéticas

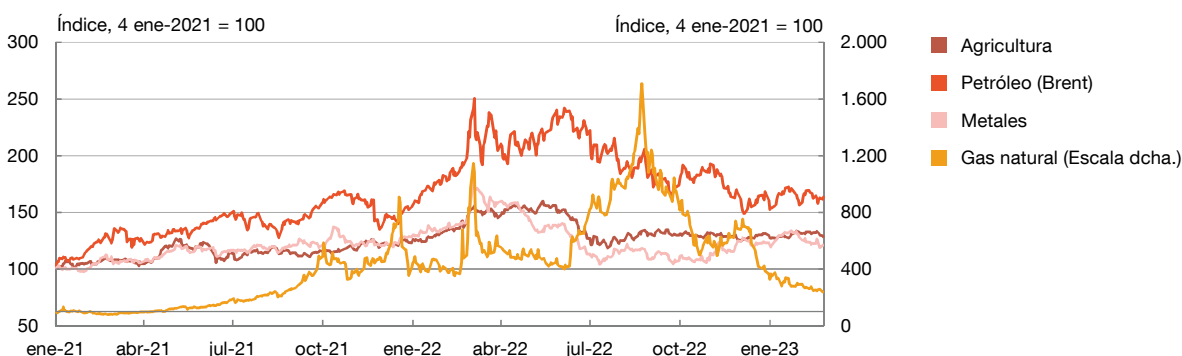
- En los últimos meses, las tasas de inflación general se han reducido a escala global, debido, principalmente, a la moderación de los precios de las materias primas energéticas y a la mejora gradual de los cuellos de botella en las cadenas de suministro. No obstante, esta ralentización de la inflación general —que aún permanece en tasas elevadas— no se ha trasladado apenas a la inflación subyacente (véase gráfico 2.a).
- En los mercados europeos de materias primas, el precio del gas natural ha caído significativamente en los últimos meses, debido, en parte, a un invierno particularmente benigno, a la reducción de los niveles de consumo y a la diversificación de las fuentes de suministro (véase gráfico 2.b). El precio del petróleo también ha retrocedido en este período, aunque en menor medida que el del gas. Por su parte, los precios de los metales han repuntado en los últimos meses —fundamentalmente como consecuencia de la mejora en las perspectivas de crecimiento de China, economía que presenta un elevado peso en la demanda global de estos insumos—, si bien de forma relativamente contenida.

Gráfico 2

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



2.b Evolución reciente del precio de las materias primas



FUENTES: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

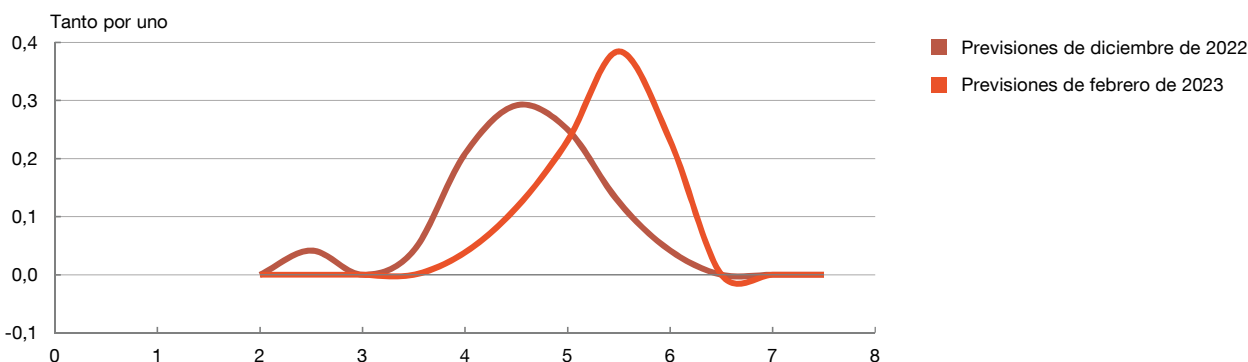
a El agregado «Global» incluye Estados Unidos, área del euro, Reino Unido, Japón, China, Chequia, Hungría, Rusia, Turquía, India, Indonesia, Hong Kong, Corea del Sur, Singapur, Malasia, Tailandia y Taiwán, además del agregado de Latinoamérica (compuesto por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). El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



### 3 El abandono de la política de COVID cero en China impulsará el crecimiento de su economía en 2023 y podría tener efectos contrapuestos sobre la inflación a escala global

- A principios de diciembre de 2022, las autoridades chinas abandonaron la política de COVID cero, lo que se tradujo en un rápido aumento de los contagios y en fuertes caídas de la movilidad, que dieron lugar a algunas disrupciones en las cadenas de producción y a un deterioro de la actividad.
- No obstante, los datos más recientes apuntan a una rápida mejora, tanto de la situación epidemiológica como de la movilidad y de **la actividad económica en las últimas semanas**. A la luz de estas dinámicas, las previsiones de crecimiento para China en 2023 se han revisado al alza recientemente de manera apreciable (véase gráfico 3.a), al tiempo que las previsiones de inflación también se han revisado al alza, pero de forma más moderada.
- El impacto de este proceso de «reapertura» de la economía china sobre la inflación a escala global es una de las principales fuentes de incertidumbre en la coyuntura actual. Por un lado, un mayor crecimiento en China impulsaría la demanda a escala global, especialmente de las materias primas, lo que tendería a presionar las tasas de inflación al alza. Por otro lado, la reapertura de China podría acelerar la desaparición de los cuellos de botella en las cadenas globales de producción y reforzar la capacidad de la oferta mundial para satisfacer la demanda, lo que permitiría reducir parcialmente las elevadas presiones inflacionistas actuales. Cuál de estos canales dominará y con qué intensidad son cuestiones, en estos momentos, altamente inciertas y dependerán, entre otros factores, de la propia composición de la recuperación económica en China.

Gráfico 3

3.a Función de densidad de las previsiones del PIB de China para el año 2023 de *Consensus Forecasts* (a)

FUENTE: Refinitiv Datastream.

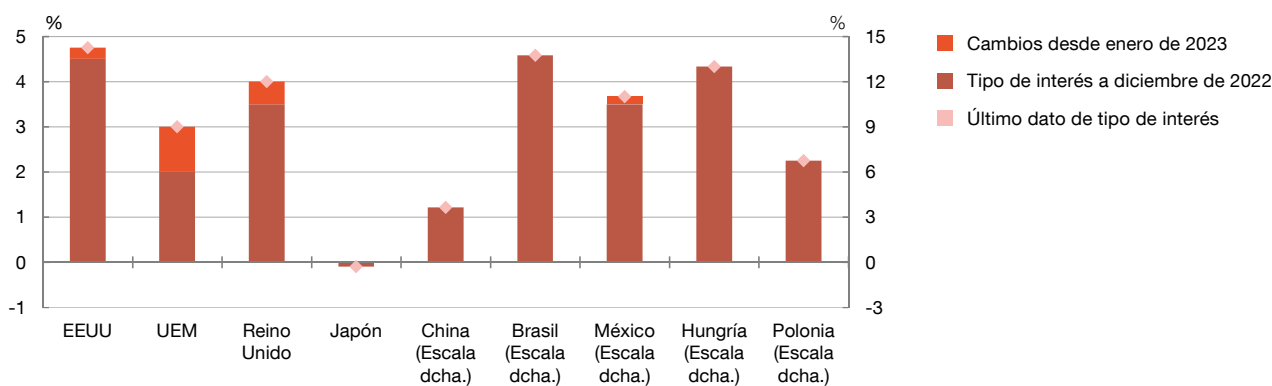
a La función de densidad se ha calculado a través del cómputo de la proporción de previsiones que se sitúan en un determinado rango, considerando para ello intervalos de 0,5 puntos.

## 4 Los principales bancos centrales mundiales continúan con el endurecimiento de sus políticas monetarias

- A comienzos de 2023, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas han seguido elevando sus tipos de interés oficiales en respuesta a las elevadas presiones inflacionistas, aunque en algunos casos se ha moderado el ritmo de endurecimiento, en comparación con la última subida realizada en 2022 (véase gráfico 4.a).
- Así, por ejemplo, **el BCE elevó sus tipos de interés oficiales** en 50 pb tanto en su reunión de febrero como en la de marzo, situando el tipo de interés de su facilidad de depósitos en el 3%. Por su parte, la Reserva Federal estadounidense redujo la magnitud de sus subidas —en comparación con las últimas realizadas en 2022— a 25 pb en febrero, y elevó su rango objetivo hasta el 4,50%-4,75%, mientras que el Banco de Inglaterra incrementó de nuevo su tipo de interés oficial en 50 pb en febrero, hasta el 4%.
- En las economías emergentes —que habían comenzado su ciclo de endurecimiento monetario antes que las avanzadas—, los tipos de interés oficiales se han mantenido sin cambios significativos en los últimos meses.

Gráfico 4

### 4.a Tipos de interés oficiales



FUENTES: Bancos centrales nacionales y Refinitiv.

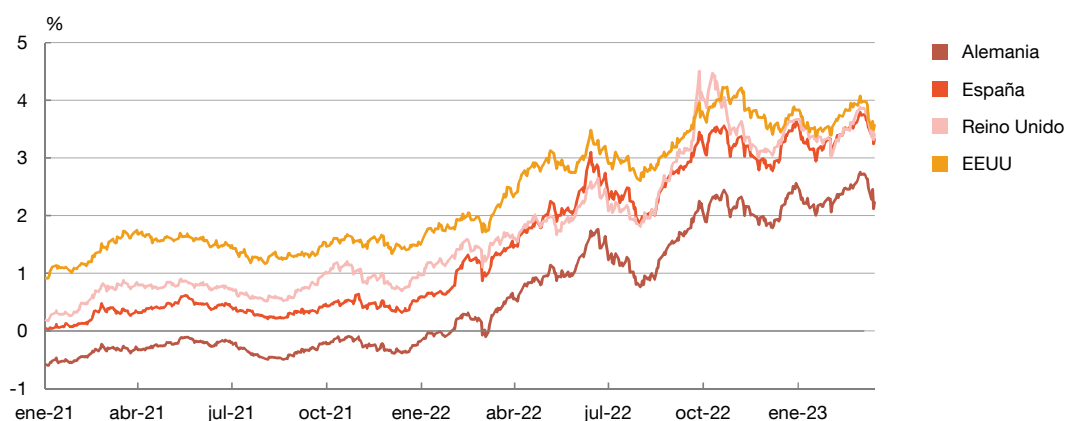


## 5 Los mercados financieros internacionales se han visto condicionados por la evolución de la inflación, una resiliencia de la actividad mayor de lo esperado y, más recientemente, la incertidumbre sobre la situación de algunas entidades bancarias a escala internacional

- En los últimos meses, las expectativas acerca del ritmo de endurecimiento futuro de la política monetaria de los principales bancos centrales mundiales han ido cambiando en respuesta a la publicación de distintos indicadores de actividad y precios. En este sentido, como consecuencia de una desaceleración de la actividad menos intensa de lo esperado y unas presiones inflacionistas subyacentes más persistentes, a principios de marzo se contemplaba un mayor y más prolongado endurecimiento de la política monetaria que el que se anticipaba a comienzos del año. En los últimos días, sin embargo, estas perspectivas se han revertido parcialmente ante el repunte de la aversión al riesgo y de la volatilidad ocasionado por las recientes tensiones financieras en el sector bancario internacional.
- Fruto de la reciente corrección en los mercados financieros, las rentabilidades de las deudas soberanas a largo plazo de mayor calidad crediticia se situaron, a fecha de cierre de este Informe, en niveles inferiores a los observados a finales del año pasado (véase gráfico 5.a). Entretanto, desde finales de diciembre, el diferencial de rentabilidad a largo plazo de las deudas soberanas europeas frente a la referencia alemana apenas ha variado en Grecia y España, mientras que en Italia y Portugal ha registrado descensos de 22 pb y 9 pb, respectivamente.
- Por su parte, la mayoría de los principales índices bursátiles internacionales han registrado ganancias durante el trimestre, a pesar de que a partir de febrero se han visto condicionados negativamente por la evolución de las expectativas de política monetaria y, en marzo, por la incertidumbre sobre el sector bancario.
- En el mercado de divisas, el euro se ha depreciado ligeramente frente al dólar estadounidense. Por su parte, el tipo de cambio efectivo nominal del euro, definido como la media ponderada de los tipos de cambio bilaterales del euro en relación con las monedas de los socios comerciales de la UEM, se sitúa en niveles similares a los de finales de año.

Gráfico 5

5.a Tipos de interés de la deuda soberana a diez años



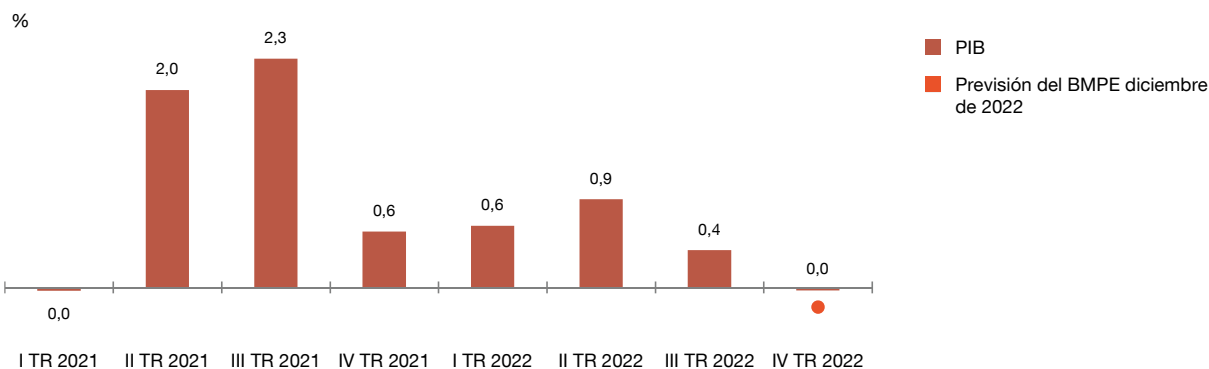
FUENTE: Refinitiv Datastream.

## 6 En el área del euro, la actividad ha venido sorprendiendo positivamente en los últimos meses por su dinamismo, lo que ha dado lugar a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento para 2023...

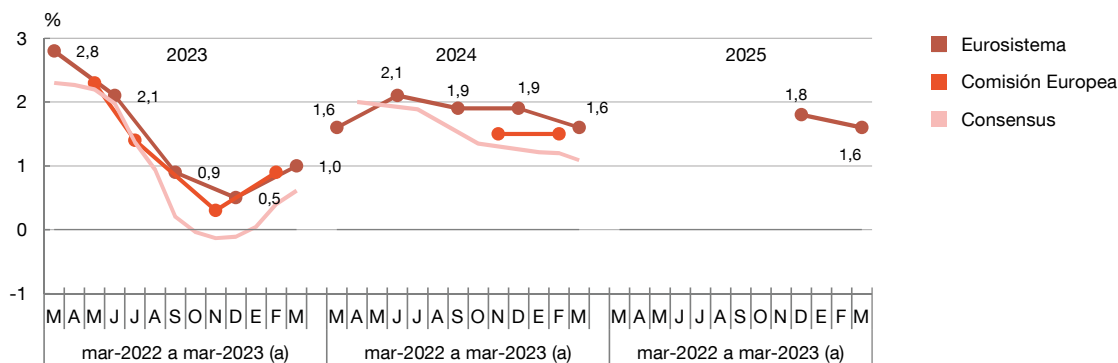
- En el cuarto trimestre de 2022, continuó la desaceleración del crecimiento del PIB en el área del euro —fundamentalmente, como consecuencia de la debilidad de la demanda interna y del consumo—, si bien se soslayó la contracción de la actividad que se pronosticaba (véase gráfico 6.a).
- Esta sorpresa positiva, así como las dinámicas favorables que los precios de la energía y diversos indicadores de actividad —entre otros, los de confianza— han venido mostrando a comienzos de este año, ha llevado a que, recientemente, la mayor parte de los analistas haya revisado al alza sus previsiones de crecimiento del PIB para la UEM en 2023 (véase gráfico 6.b). Así, por ejemplo, en el ejercicio de proyecciones del BCE de marzo se prevé un crecimiento del PIB en el área del euro del 1,6 % en 2023, significativamente por encima del 0,5 % que se contemplaba en el ejercicio de diciembre.
- En cambio, el avance del producto en 2024 y 2025 podría ser algo más débil de lo que se anticipaba en diciembre —con crecimientos del PIB del 1,6 % en ambos años—, debido, sobre todo, a un endurecimiento de las condiciones financieras más acusado del que se preveía entonces como consecuencia de un tono más restrictivo de la política monetaria.

Gráfico 6

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



6.b UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



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

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

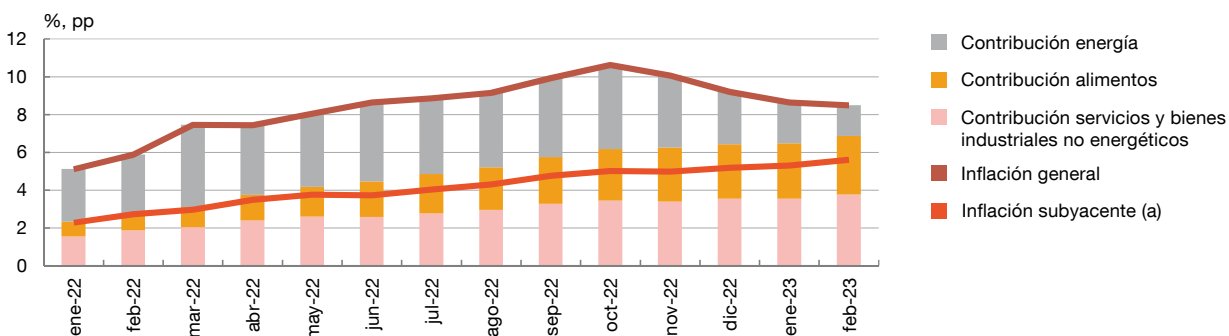


## 7 ... en un contexto en el que la inflación general se ha moderado por los menores precios de la energía, mientras que la subyacente y la de los alimentos permanecen en niveles elevados

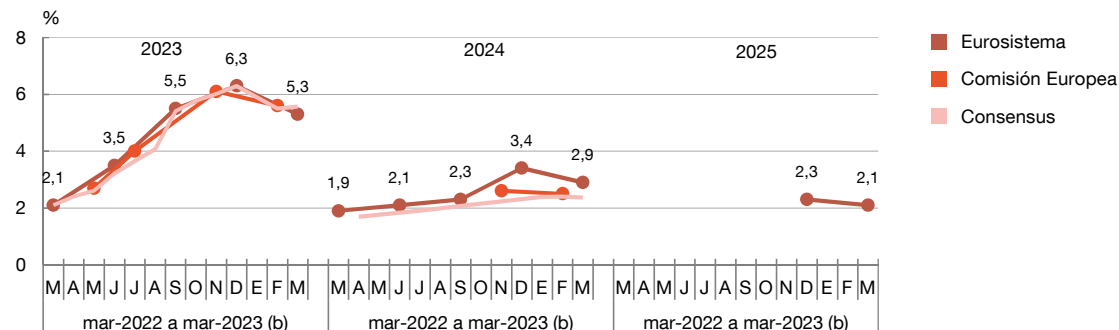
- La inflación en el área del euro se situó en febrero en el 8,5 % —por debajo de lo esperado—, lo que supuso una reducción de 2 pp con respecto a la tasa máxima del 10,6 % alcanzada en octubre de 2022. Esta corrección se apoyó, exclusivamente, en el componente energético de los precios, mientras que tanto la inflación subyacente como la de los alimentos continuaron aumentando, hasta situarse en febrero en tasas del 5,6 % y el 15 %, respectivamente (véase gráfico 7.a).
- Al incorporar estas dinámicas recientes en su ejercicio de proyecciones de marzo, así como, entre otros factores, la evolución prevista de cara al futuro para los precios de la energía y para las condiciones financieras —más bajos y algo más tensionadas, respectivamente, que los considerados en diciembre—, el BCE ha revisado a la baja su escenario central para la inflación general a lo largo de todo el horizonte de proyección. En particular, se prevén tasas promedio del 5,5 % en 2023, el 2,9 % en 2024 y el 2,1 % en 2025 —1 pp, 0,5 pp y 0,2 pp por debajo de las esperadas en diciembre, respectivamente (véase gráfico 7.b)—.
- En todo caso, el ejercicio de proyecciones de marzo del BCE continúa apuntando a presiones inflacionistas aún muy elevadas en el componente subyacente de los precios. En concreto, se prevé que la tasa promedio para la inflación subyacente se eleve hasta el 4,6 % en 2023 —desde el 3,9 % observado en 2022—, antes de descender hasta el 2,5 % en 2024 y hasta el 2,3 % en 2025.

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 que se publicó la previsión correspondiente.



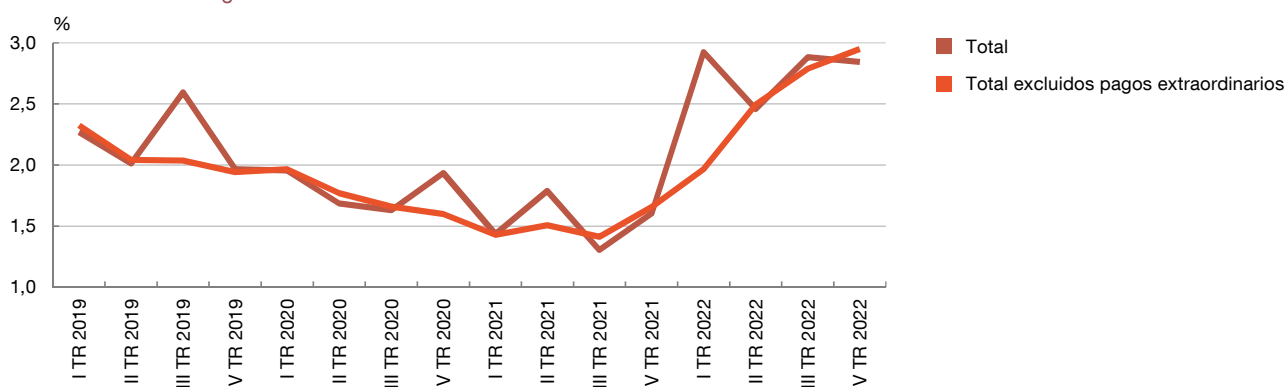


## 8 La incertidumbre que rodea las previsiones de crecimiento e inflación del área del euro continúa siendo muy elevada

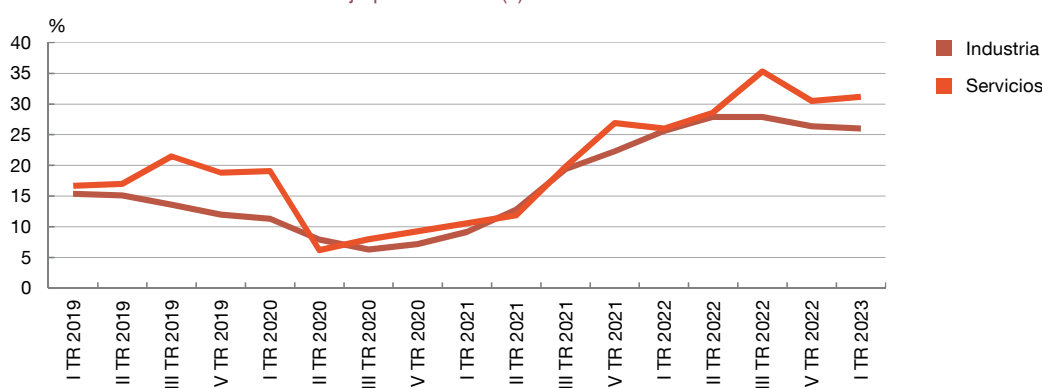
- Entre los principales factores de riesgo destaca, en primer lugar, el curso incierto de la guerra en Ucrania y sus implicaciones sobre la incertidumbre y sobre el suministro y los precios de las materias primas. En segundo lugar, las tensiones financieras recientes, que podrían generar un mayor endurecimiento de las condiciones de financiación a escala global y afectar a la confianza de los agentes. También existe una considerable incertidumbre sobre las implicaciones para la actividad y la inflación a escala internacional que se derivan de la reapertura de la economía china.
- A escala interna, las recientes sorpresas al alza en el componente subyacente de los precios han acrecentado las dudas acerca del grado de persistencia de la inflación, en un contexto en el que el proceso de traslación a precios de consumo de las alzas en los costes podría no haberse completado. A ello se contraponen los efectos desinflationistas de la bajada reciente de los precios de algunas materias primas. Finalmente, no se han disipado los riesgos de efectos de segunda ronda sobre la inflación. En este sentido, podrían producirse incrementos salariales más intensos de lo esperado, dada la situación de relativa fortaleza del mercado de trabajo (véanse gráficos 8.a y 8.b).

Gráfico 8

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



8.b UEM. Escasez del factor trabajo por sectores (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

a Porcentaje de empresas para las cuales el factor trabajo representa un factor que limita la producción.

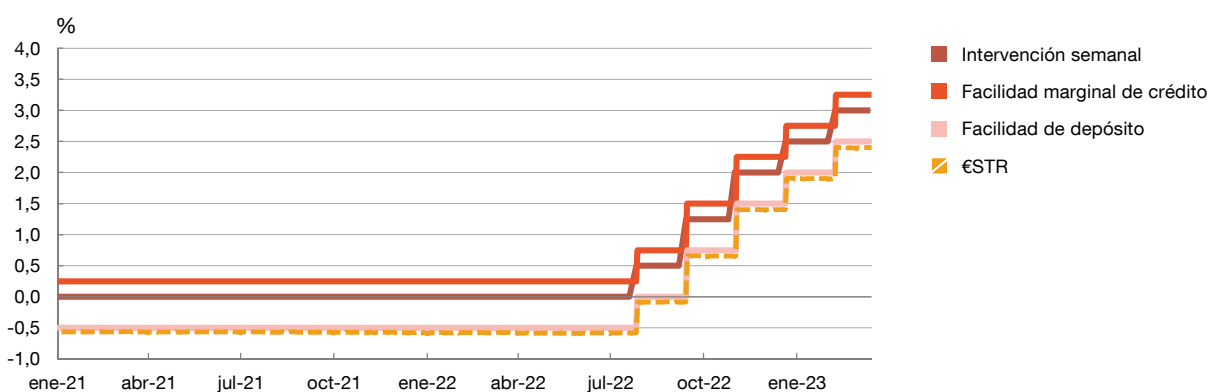


## 9 El Banco Central Europeo ha continuado incrementando sus tipos de interés oficiales y ha subrayado que se encuentra preparado para responder como resulte necesario a fin de mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en la zona del euro

- Continuando con el proceso de endurecimiento de su política monetaria, en su reunión de marzo, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE aumentó sus tipos de interés oficiales en 50 pb, hasta situar el tipo de la facilidad de depósito en el 3%. Este incremento conlleva una subida acumulada de 350 pb desde julio de 2022 (véase gráfico 9.a).
- Dado el elevado nivel de incertidumbre, las futuras decisiones relativas a los tipos de interés seguirán un enfoque dependiente de los datos y estarán determinadas por la valoración, por parte del CG, de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.
- Además, el CG del BCE está haciendo un atento seguimiento de las actuales tensiones en los mercados y está preparado para responder como resulte necesario a fin de mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en la zona del euro.
- Asimismo, ha subrayado que el sector bancario de la zona del euro tiene capacidad de resistencia y posiciones de capital y de liquidez sólidas. En todo caso, el BCE cuenta con todos los instrumentos de política monetaria necesarios para suministrar apoyo de liquidez al sistema financiero de la zona del euro si fuera necesario y preservar la transmisión fluida de la política monetaria.
- Por otra parte, el tamaño de la cartera del programa de compras de activos APP ya ha comenzado a descender a un ritmo medido y predecible de, en promedio, 15.000 millones de euros mensuales. Este ritmo se mantendrá hasta junio de 2023 y el ritmo posterior se determinará más adelante.

Gráfico 9

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



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 15.3.2023.

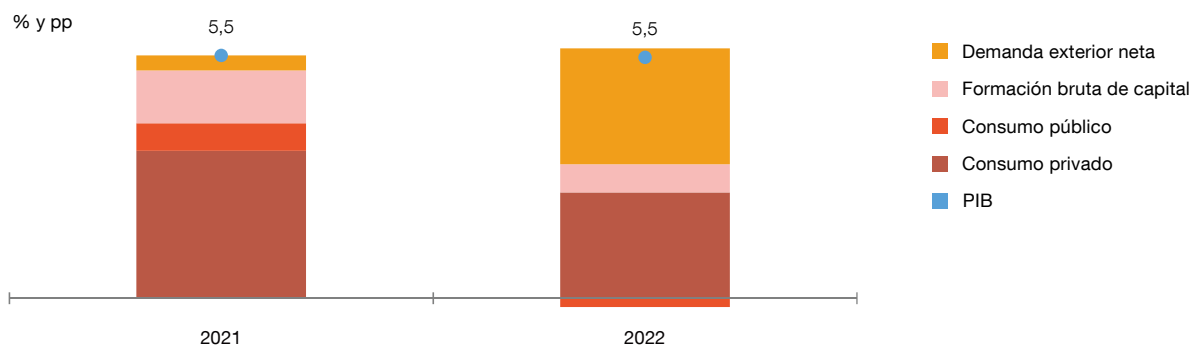


## 10 En España, el PIB avanzó con un vigor mayor del esperado en el conjunto de 2022, si bien el dinamismo de la actividad fue de más a menos a lo largo del ejercicio

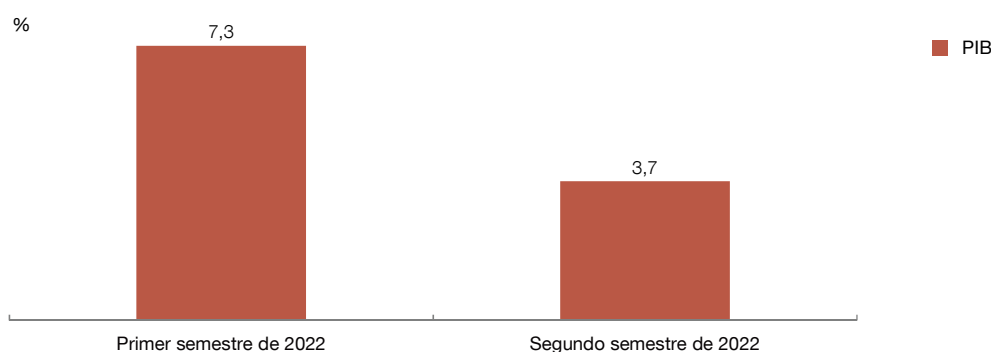
- De acuerdo con la última información publicada por el Instituto Nacional de Estadística, en el conjunto de 2022, el PIB de la economía española creció un 5,5 %, en línea con el crecimiento registrado en 2021 y por encima del 4,6 % que se anticipaba en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España publicado en diciembre<sup>1</sup>.
- En términos de composición, la demanda exterior neta y el consumo privado fueron los principales soportes del crecimiento en 2022, vinculados ambos con el fin de las restricciones a la movilidad —una vez superadas las fases más agudas de la pandemia— y el repunte de las actividades de turismo y ocio (véase gráfico 10.a). En consonancia con estos desarrollos, los servicios de mercado explicaron la mayor parte del crecimiento en 2022 por el lado de la oferta.
- En todo caso, el elevado dinamismo de la actividad en el conjunto de 2022 fue el reflejo de dos semestres muy diferenciados. Así, si bien el PIB aumentó un 7,3 % interanual en el primer semestre del año, el crecimiento se redujo al 3,7 % en el segundo semestre (véase gráfico 10.b).

Gráfico 10

10.a PIB de España: crecimiento medio en 2021 y 2022



10.b PIB de España: crecimiento interanual en los dos semestres de 2022



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



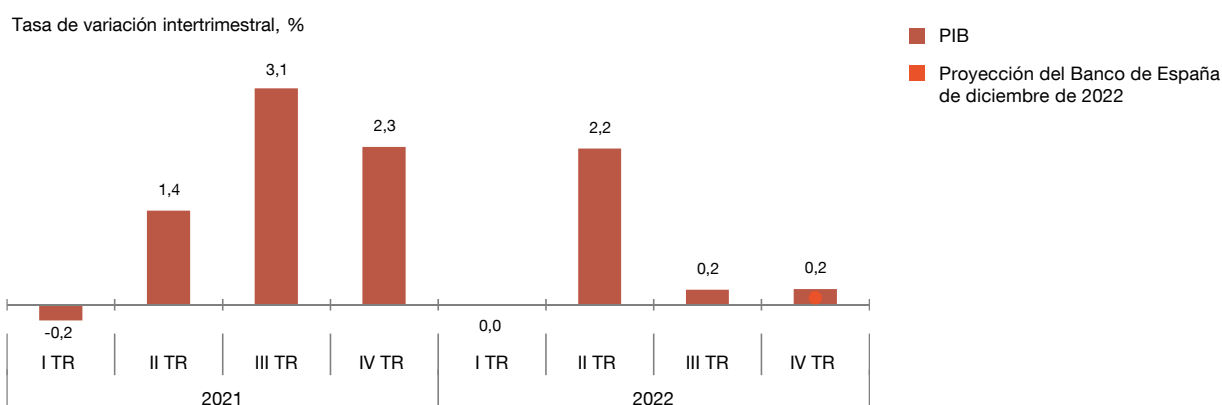
1 Véase Banco de España. (2022). "Recuadro 1. Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2025): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2022". En "Informe trimestral de la economía española". En *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/22/T4/Fich/be2204-it-Rec1.pdf>

## 11 En el último trimestre de 2022, el avance del producto fue relativamente modesto, aunque sorprendió ligeramente al alza

- El PIB de la economía española aumentó un 0,2 % intertrimestral en el cuarto trimestre de 2022, un crecimiento similar al observado en el trimestre precedente, y ligeramente por encima del 0,1 % previsto en el ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en diciembre (véase gráfico 11.a).
- De acuerdo con la información provisional facilitada por el Instituto Nacional de Estadística, la expansión de la actividad en el último trimestre del año pasado descansó, principalmente, en la contribución de la demanda exterior neta —de 1,1 pp—, que fue reflejo de una caída de las importaciones más intensa que la observada en las exportaciones. Por su parte, la debilidad del consumo privado y de la inversión redundó en una contribución negativa de la demanda interna al crecimiento equivalente a 0,9 pp.
- Por el lado de la oferta, el sector primario y el de información y comunicaciones lideraron el crecimiento del PIB en el tramo final de 2022, mientras que las ramas de actividades artísticas, recreativas y otros servicios mostraron una mayor debilidad —si bien estas ramas habían registrado avances muy intensos en los trimestres precedentes y habían alcanzado en septiembre niveles de actividad muy próximos a los observados antes de la pandemia—. Con todo, el nivel del PIB de la economía española aún se encontraba, a finales de 2022, 0,9 pp por debajo del registrado a finales de 2019, mientras que, en el conjunto del área del euro, el PIB se situaba algo más de 2 pp por encima de dicha referencia.

Gráfico 11

### 11.a Evolución del PIB de España



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

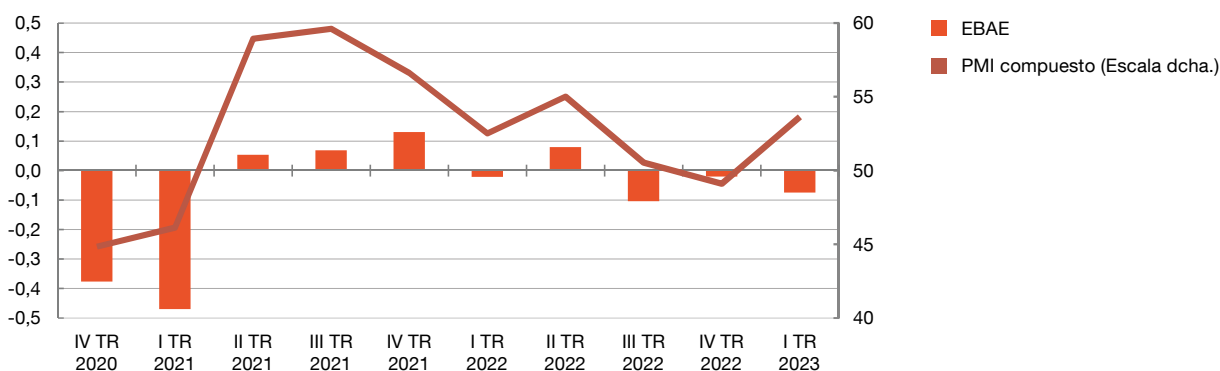


## 12 Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2023 sugieren que la actividad habría mantenido, en este período, un dinamismo similar al registrado en los últimos meses de 2022

- 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 sugiere que el ritmo de avance del PIB en este período podría situarse en el 0,3 % intertrimestral, si bien la incertidumbre en torno a dicha estimación es muy elevada<sup>2</sup>.
- Entre los indicadores disponibles, cabe destacar los PMI, que en enero y febrero han alcanzado, en promedio, niveles superiores a los observados en los dos últimos trimestres de 2022 (véase gráfico 12.a).
- Por su parte, los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) sugieren que, en el conjunto del primer trimestre, la actividad habría mantenido un tono de debilidad similar al observado en la segunda mitad del año pasado (véase gráfico 12.a), si bien las empresas anticipan ahora un menor descenso en la facturación para el trimestre en curso que el que esperaban hace tres meses<sup>3</sup>.

Gráfico 12

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



FUENTES: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial 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 primer trimestre de 2023 es el promedio de los meses de enero y febrero.



2 Para más detalles, véanse las Proyecciones de este Informe.

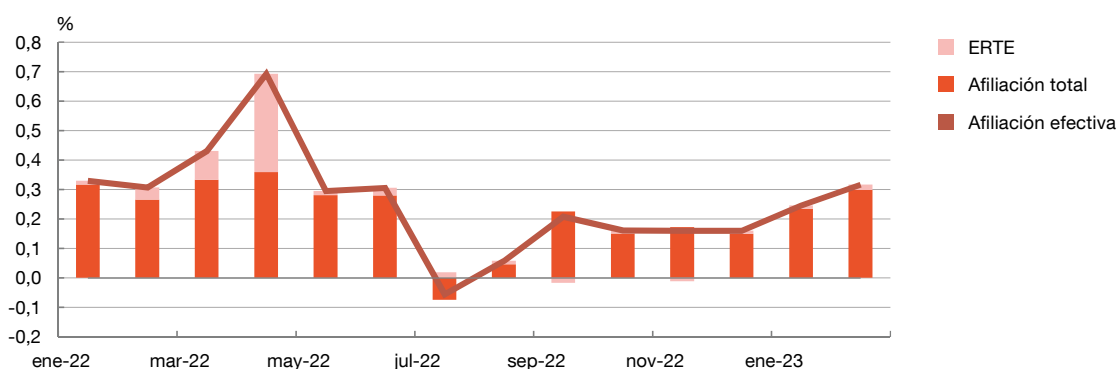
3 Para más detalles, véase Mario Izquierdo y Alejandro Fernández. (2023). “Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2023”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 21. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art21.pdf>

### 13 La creación de empleo se ha acelerado a comienzos de 2023, en un contexto de reducción de las horas trabajadas por ocupado

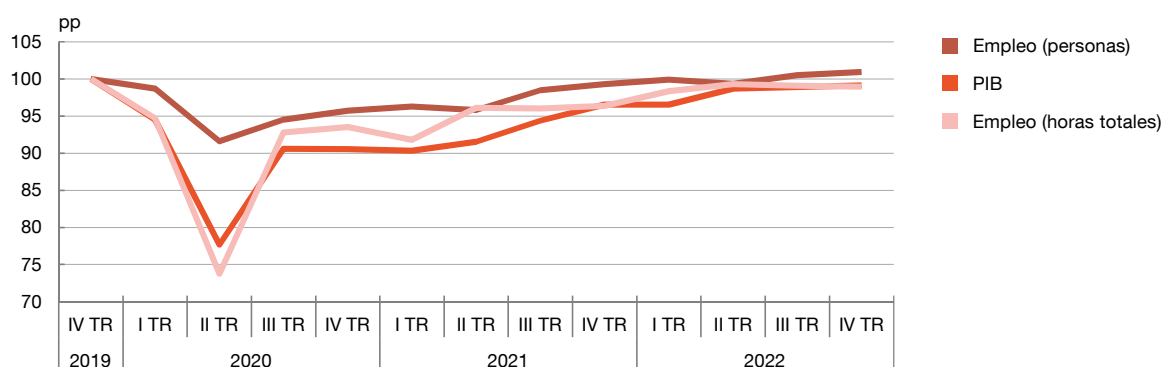
- La afiliación a la Seguridad Social mostró avances mensuales desestacionalizados del 0,2% en enero y del 0,3% en febrero, en ambos casos por encima de las tasas observadas en los últimos meses de 2022 (véase gráfico 13.a). De acuerdo con la información disponible para la primera quincena de marzo, el dinamismo del empleo se habría intensificado en el último mes del trimestre. Por ramas de actividad, este repunte del empleo —mayor que el esperado— fue bastante generalizado, destacando el buen comportamiento de la afiliación en el sector de la construcción en enero y en las ramas de servicios en febrero.
- Por otra parte, la información más reciente de Contabilidad Nacional apunta a un leve retroceso de las horas trabajadas en el segundo semestre de 2022, que contrasta con el comportamiento relativamente dinámico que ha mostrado el empleo en términos de ocupados en el mismo período (véase gráfico 13.b). Así, se habría producido una disminución en el número de horas trabajadas por ocupado durante la segunda mitad de 2022, en línea con la tendencia a la baja que la jornada laboral media ha venido experimentando en España a lo largo de las últimas décadas<sup>4</sup>.

Gráfico 13

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



13.b PIB y empleo desde el inicio de la pandemia (IV TR 2019 = 100)



FUENTES: CNTR (Instituto Nacional de Estadística), Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Banco de España.

a Tasa mensual desestacionalizada.



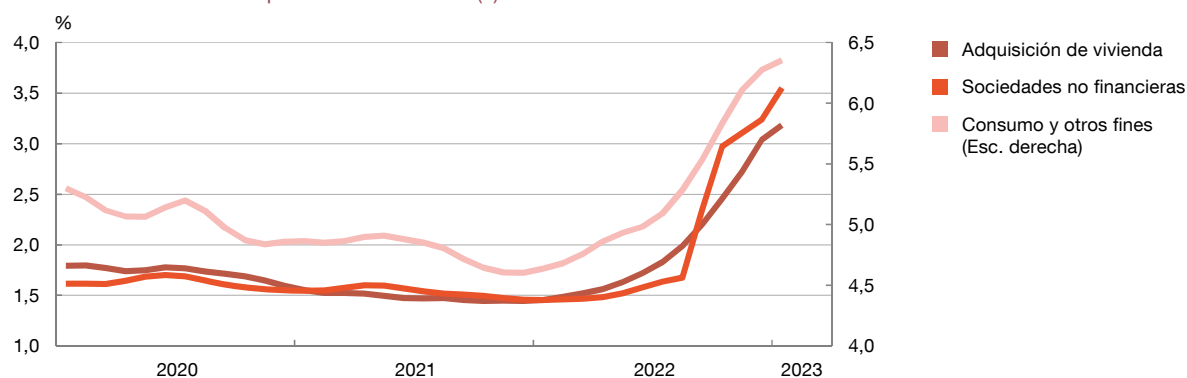
4 Para un análisis más detallado, véase Pilar Cuadrado. (2023). “Un análisis de la evolución de las horas trabajadas por ocupado en España: desarrollos tendenciales y evolución reciente”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 14. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art14.pdf>

## 14 Las condiciones financieras en España han seguido endureciéndose, y en los últimos meses se ha registrado una leve contracción en los volúmenes de nueva financiación

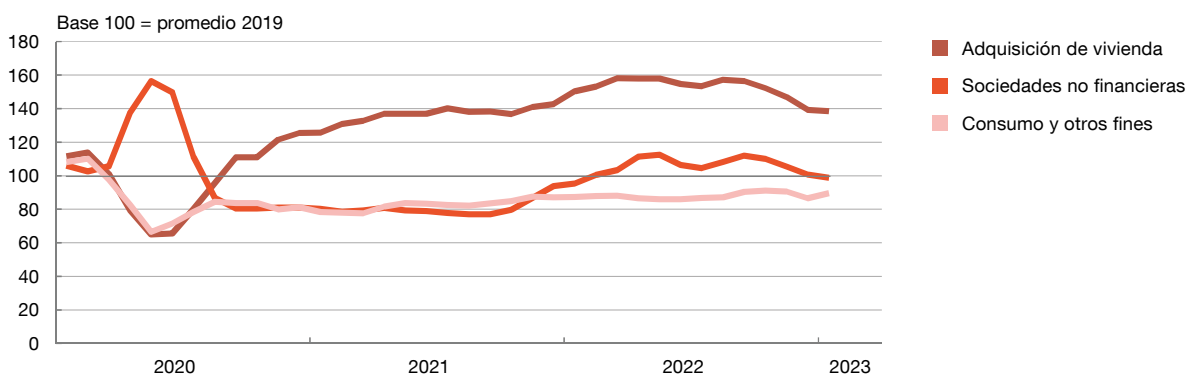
- En los últimos meses, se ha intensificado la traslación del aumento de los tipos de interés de mercado al coste de las nuevas operaciones de crédito bancario en todos los segmentos (véase gráfico 14.a). En particular, el coste de las nuevas operaciones de crédito bancario en los segmentos de empresas y de adquisición de vivienda alcanzaría ya unos niveles similares a los de la UEM, mientras que, en el segmento de crédito al consumo y otros fines, dicho coste se situaría por encima del observado en el área del euro.
- Según la Encuesta de Préstamos Bancarios, durante el cuarto trimestre de 2022, los criterios de concesión de préstamos se endurecieron de forma generalizada en España, por tercer trimestre consecutivo, si bien en menor medida que lo previsto por los bancos un trimestre antes. Por su parte, la demanda de crédito descendió en los dos segmentos de hogares —adquisición de vivienda, y consumo y otros fines—, mientras que la procedente de empresas creció levemente —impulsada por las mayores necesidades de financiar existencias y capital circulante—. Para el primer trimestre de 2023, los bancos anticipan, de nuevo, una contracción de la oferta y un descenso generalizado de la demanda de crédito.
- En conjunto, estas dinámicas han contribuido a una ligera contracción en los volúmenes de la nueva financiación captada por los hogares y las empresas en los meses más recientes (véase gráfico 14.b).

Gráfico 14

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



14.b Nuevas operaciones de crédito: flujos desestacionalizados acumulados de tres meses



FUENTE: Banco de España.

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

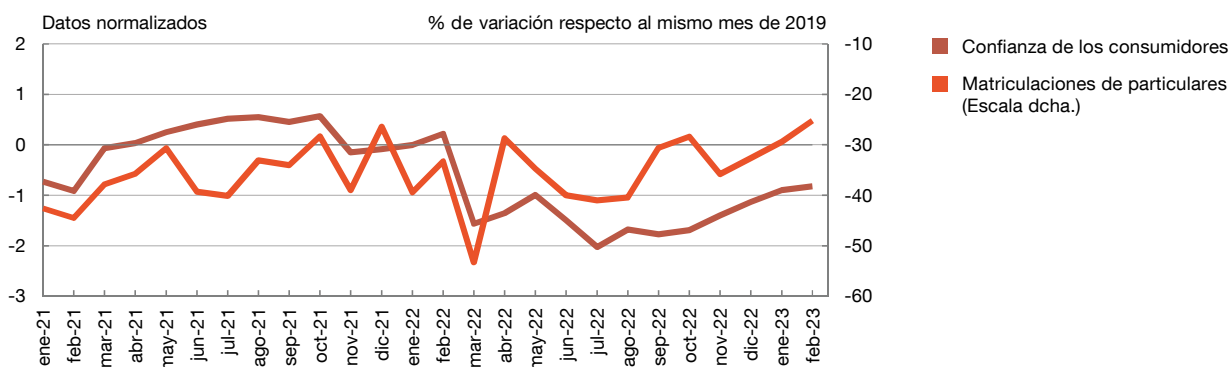


## 15 El consumo de los hogares continuaría presentando una considerable debilidad a comienzos de 2023

- La mejora de la confianza, el repunte en la creación de **empleo** y algunos indicadores recientes —como las matriculaciones de vehículos particulares hasta febrero— sugieren que, a comienzos de 2023, el consumo de los hogares podría mostrar un mayor grado de dinamismo que el registrado en el último trimestre de 2022 (véase gráfico 15.a).
- En cualquier caso, este componente de la demanda seguiría evidenciando una apreciable debilidad, penalizado por las **aún elevadas presiones inflacionistas**, el continuado **endurecimiento de las condiciones financieras** —cuyos efectos sobre la actividad real aún no habrían llegado a materializarse por completo— y los menores colchones de ahorro disponibles.

Gráfico 15

15.a Evolución de los indicadores relacionados con el gasto de los hogares (a)



FUENTES: Comisión Europea, ANFAC y Banco de España.

a Datos normalizados de 2000-2019.



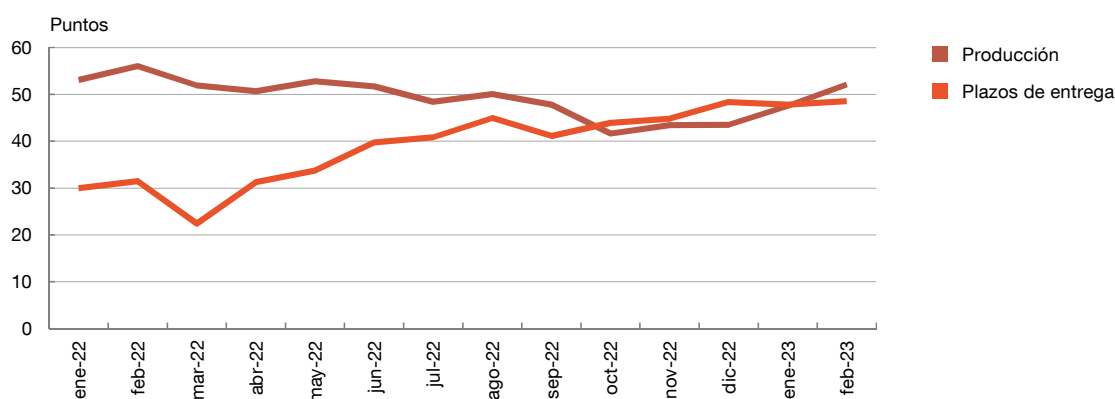


## 16 La inversión empresarial podría registrar un leve repunte en los primeros meses del año

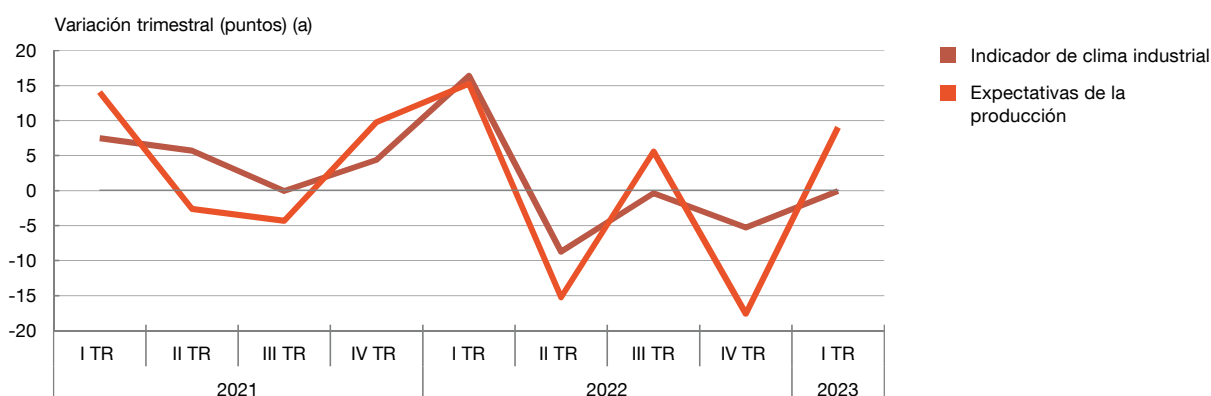
- Aunque la inversión empresarial mostró una considerable debilidad a lo largo de 2022 y algunos factores seguirán limitando sensiblemente su crecimiento de cara al futuro —como el continuado **endurecimiento de las condiciones financieras** y los aún elevados niveles de incertidumbre—, con una perspectiva de corto plazo, algunos indicadores recientes serían compatibles con un cierto repunte de la inversión empresarial en los primeros meses de 2023.
- En particular, apuntarían en esta dirección la reducción observada en los plazos de entrega, la evolución de los indicadores PMI en enero y febrero (véase gráfico 16.a), las mejores expectativas sobre el comportamiento de la actividad de cara al futuro (véase gráfico 16.b) y el despliegue progresivo de los proyectos NGEU.

Gráfico 16

### 16.a Evolución de los PMI de manufacturas



### 16.b Indicadores de confianza de la industria de bienes de equipo



FUENTES: IHS Markit y Comisión Europea.

a Última observación disponible: febrero de 2023.

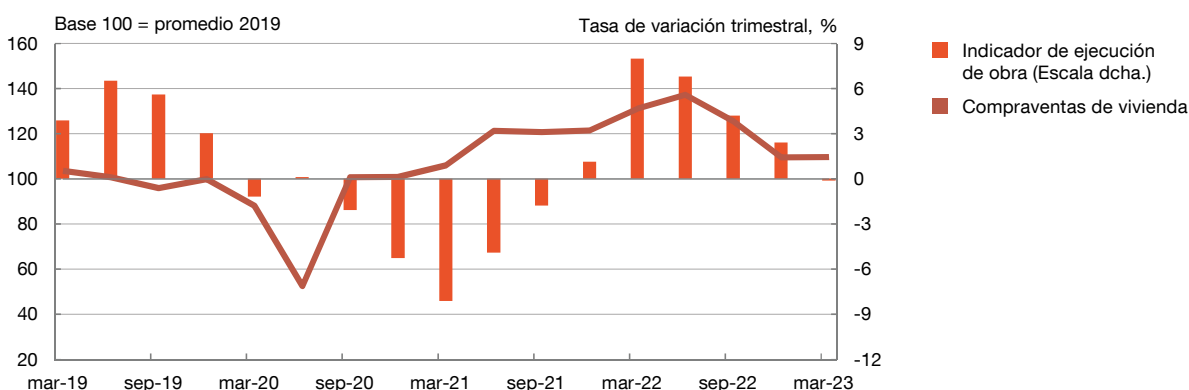


## 17 La inversión en vivienda habría prolongado su senda de ralentización en el primer trimestre del año, en un contexto de encarecimiento del crédito para la adquisición de vivienda

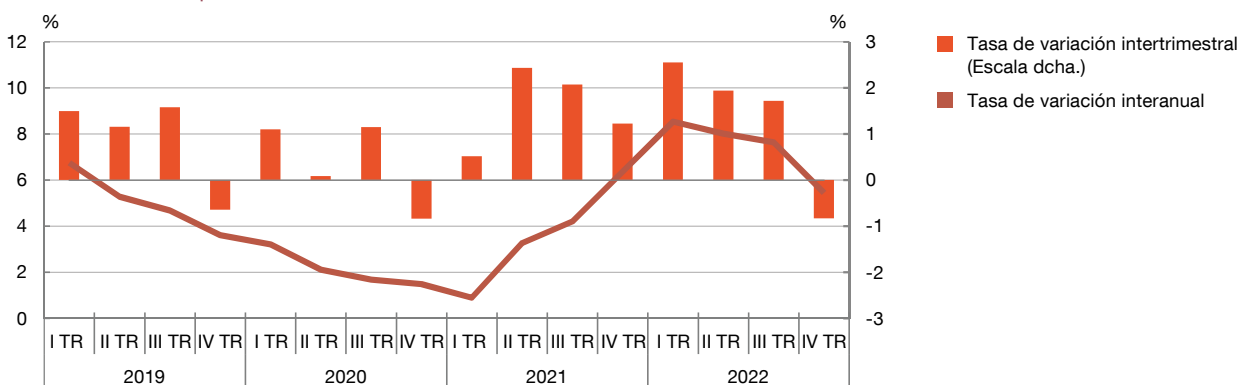
- Tanto el ritmo de ejecución de obra como las compraventas de vivienda vienen manteniendo una senda descendente desde el segundo trimestre de 2022 (véase gráfico 17.a).
- Estos desarrollos, en parte condicionados por el endurecimiento que están experimentando las condiciones de financiación en los últimos meses —y que ya se habrían traducido en una reducción de las **nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda**—, serían coherentes con una nueva ralentización de la inversión en vivienda en el primer trimestre de 2023.
- Por otra parte, si bien el precio de la vivienda ha venido mostrando recientemente una relativa fortaleza debido, en parte, a las limitaciones que enfrenta la oferta de cara a satisfacer la demanda, los últimos datos apuntan a una cierta desaceleración. En particular, el precio de la vivienda en el cuarto trimestre de 2022 aumentó un 5,5 % en términos interanuales, reduciéndose en 2,1 pp desde el 7,6 % registrado en el tercer trimestre, lo que redundó en una caída del 0,8 % en términos intertrimestrales (véase gráfico 17.b).

Gráfico 17

17.a Evolución del indicador de ejecución de obra y de las compraventas de vivienda (a)



17.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** Serie ajustada de estacionalidad para las compraventas. El último dato observado de compraventas es de enero de 2023, cuya cifra desestacionalizada se toma para representar el conjunto del primer trimestre de este año. 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. El último dato representado para este indicador es el primer trimestre de 2023.

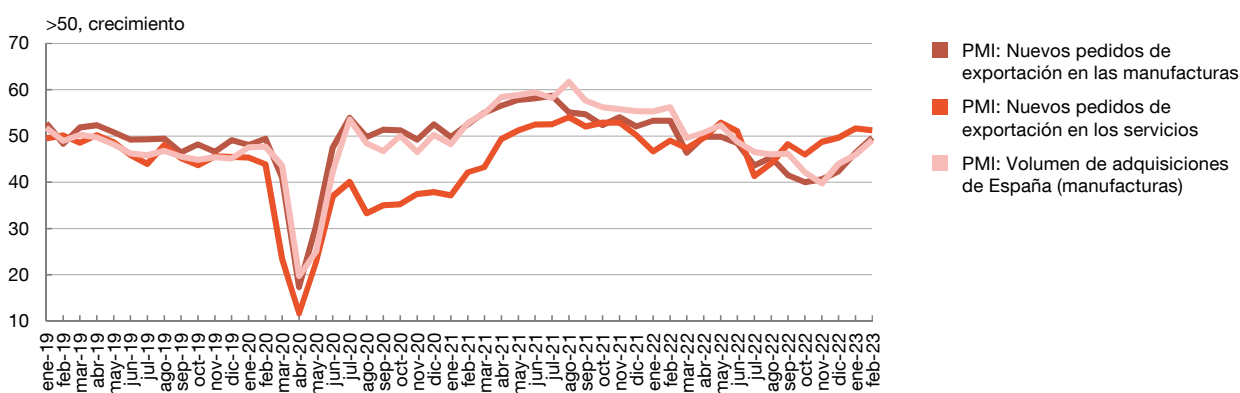


## 18 Las exportaciones netas habrían moderado su aportación al avance del producto en el primer trimestre del año, tras su elevada contribución en el último tramo de 2022

- La evolución prevista para los **mercados exteriores** en el primer trimestre de 2023 (véase gráfico 18.a) y la tónica de recuperación que mantienen hasta febrero los indicadores PMI referidos a los nuevos pedidos exteriores (véase gráfico 18.b) apuntarían a un cierto repunte de las exportaciones de bienes en los primeros meses de este año, en un contexto de relajación progresiva de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros.
- No obstante, el **repunte esperado de la inversión empresarial** —con un elevado contenido importador— y la incipiente **apreciación del euro frente a los principales socios comerciales** impulsarían la demanda de importaciones —tras la debilidad que estas registraron en los últimos meses de 2022—, lo que podría reducir la aportación de las exportaciones netas al crecimiento del PIB en el primer trimestre. En esta dirección apuntan, por ejemplo, los indicadores PMI de enero y febrero referidos al volumen de adquisiciones de España (véase gráfico 18.b).
- En cuanto al turismo internacional, el dinamismo que ha venido mostrando el gasto extranjero en los últimos trimestres —que refleja, en parte, un peso más elevado del turismo de mayor calidad<sup>5</sup>— habría propiciado que, en términos nominales, el superávit turístico acumulado a lo largo de 2022 se situase un 6,7 % por encima de los registros de 2019.

Gráfico 18

### 18.a Índices de gestores de compras



FUENTE: Markit.



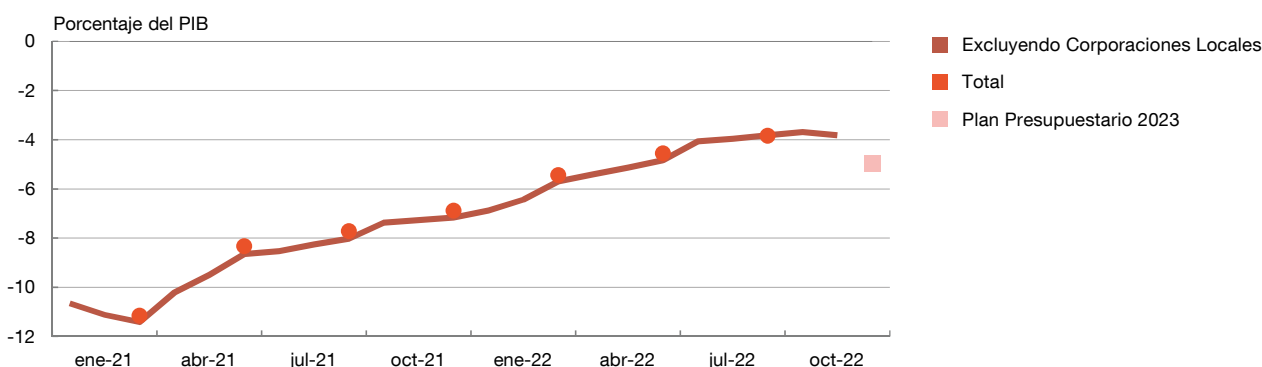
5 Véase Coral García Esteban, Ana Gómez-Loscos y César Martín-Machuca. (2023). “La recuperación del turismo internacional en España tras la pandemia”. *Boletín Económico – Banco de España*, 2023/T1, 8. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art08.pdf>

## 19 La senda de reducción del déficit público habría revertido parcialmente en los últimos meses del pasado año, debido a la desaceleración de los ingresos públicos

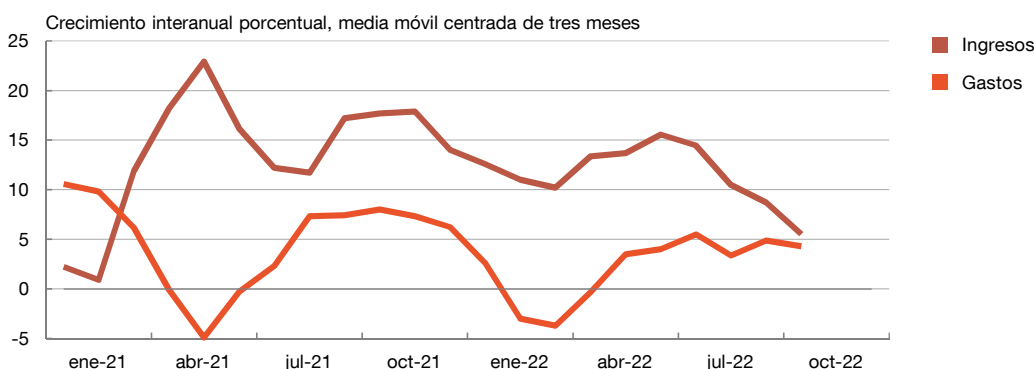
- El saldo acumulado de doce meses de las AAPP se situó en noviembre, último dato publicado por la IGAE, en el  $-3,8\%$  del PIB, el mismo nivel que en septiembre y por encima del  $-5\%$  previsto por el Gobierno en el último Plan Presupuestario (véase gráfico 19.a).
- En la segunda mitad de 2022, hasta noviembre, la relativa estabilidad en el dinamismo de los gastos contrastó con la acusada desaceleración que experimentaron los ingresos públicos (véase gráfico 19.b). En particular, cabe destacar una notable desaceleración de los impuestos indirectos, que registraron tasas interanuales negativas en octubre y noviembre, situándose su recaudación por debajo de lo que justificarían las rebajas de impuestos aprobadas y el comportamiento de las bases macroeconómicas de estos impuestos<sup>6</sup>.
- De cara al cierre del año, los datos de avance del cuarto trimestre de 2022 publicados por el INE, aunque todavía provisionales, confirmarían la desaceleración de los impuestos indirectos, al tiempo que apuntaría a un repunte del consumo público y de las subvenciones en la última parte del año.

Gráfico 19

### 19.a Saldo presupuestario de las Administraciones Públicas (a)



### 19.b Evolución de los ingresos y gastos públicos (b)



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.  
 b Correspondiente al agregado de AAPP, sin CCLL, y excluyendo las transferencias entre AAPP.



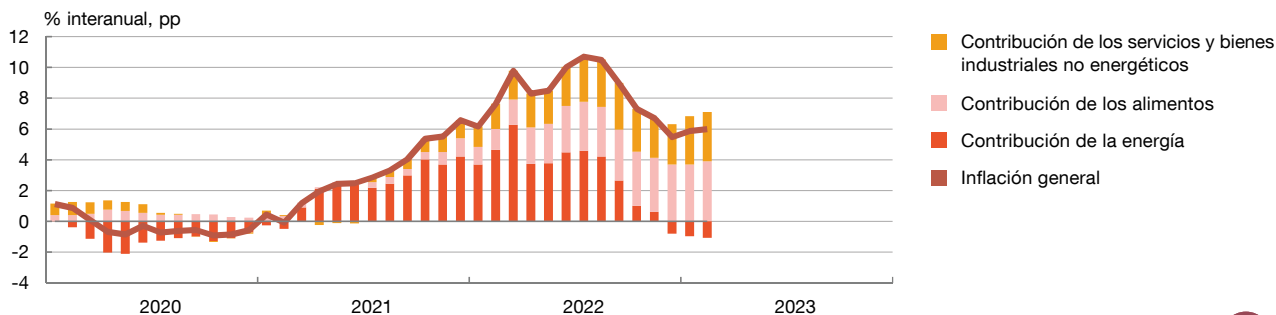
6 Esto contrasta con el comportamiento extraordinariamente positivo de los ingresos impositivos en los trimestres previos. Véase Esteban García-Miralles y Jorge Martínez Pagés. (2023). "Los ingresos públicos tras la pandemia. Residuos fiscales e inflación". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 16. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art16.pdf>

## 20 A comienzos de 2023, la tasa de inflación general ha vuelto a incrementarse como consecuencia de diversos ajustes técnicos, mientras que los precios de los alimentos mantienen un ritmo de crecimiento considerable...

- La senda de desaceleración que caracterizó la evolución de la inflación general desde mediados de 2022 —debida, fundamentalmente, a los menores precios de la energía— se vio truncada en los primeros meses de 2023 con un leve repunte de la inflación, desde el 5,5 % en diciembre del pasado año hasta el 6 % en febrero (véase gráfico 20.a).
- Este repunte se explica, principalmente, por el impacto de la eliminación a finales de 2022 de la bonificación a los carburantes para los consumidores no profesionales —que habría elevado en unos 0,7 pp la tasa de inflación interanual de enero— y por diversos cambios metodológicos introducidos por el INE en el cómputo del IAPC a partir de enero de 2023.
- Entre dichos cambios, cabe destacar la incorporación a la medición de los precios del gas y de la electricidad de la parte relativa al mercado libre, lo que habría elevado la tasa de inflación general en el primer mes del año en torno a 0,4 pp. Por otro lado, la revisión anual de las ponderaciones, que ha recogido la reversión de los cambios en los patrones de consumo de los hogares durante la pandemia, habría añadido alrededor de 0,3 pp a la inflación general en enero<sup>7</sup>.
- Por su parte, los precios de los alimentos aceleraron ligeramente su ritmo de crecimiento en los primeros meses del año, pese al impacto de la reducción del IVA sobre algunos alimentos esenciales en vigor desde inicios de 2023<sup>8</sup>, que habría reducido en torno a 0,2 pp la inflación general en enero, lo que sería coherente con una traslación de la rebaja impositiva a los precios de consumo de aproximadamente el 90 %<sup>9</sup>.

Gráfico 20

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



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

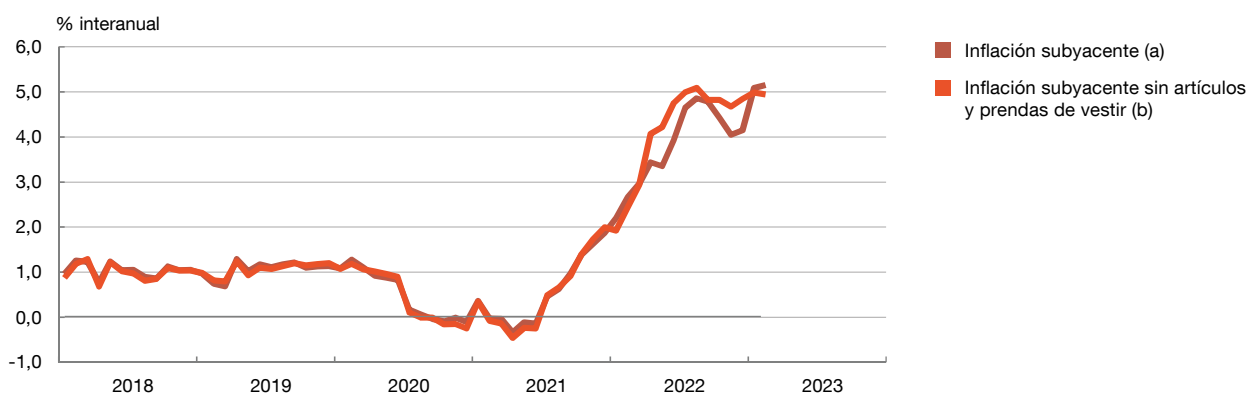
- El cambio ha supuesto un incremento del peso de los servicios en la cesta de consumo (desde el 40,2 % hasta el 45 %), mientras que se reduce el peso de la energía (desde el 11,7 % hasta el 9,8 %), de los alimentos (desde el 25,1 % hasta el 23,4 %) y de los bienes industriales no energéticos (desde el 22,9 % hasta el 21,3 %). Asimismo, desde enero de 2023, en cumplimiento de los criterios establecidos por la reglamentación europea, la fuente principal para el cálculo de las ponderaciones de la cesta de consumo del IAPC ha pasado a ser la Contabilidad Nacional, en lugar de la Encuesta de Presupuestos Familiares.
- Con el RDL 20/2022, de 27 de diciembre, se redujo el tipo del IVA del 4 % al 0 % hasta el 30 de junio para los siguientes alimentos: pan, harinas panificables, leche, queso, huevos, frutas frescas, hortalizas frescas, legumbres, patatas y cereales. Asimismo, se redujo el tipo del IVA del 10 % al 5 % para los aceites y para las pastas alimenticias. No obstante, en todos los casos, el tipo impositivo volverá a su nivel anterior el día 1 de mayo de 2023 si la tasa interanual de la inflación subyacente del mes de marzo fuese inferior al 5,5 %.
- Este impacto se estima según la metodología denominada «diferencias en diferencias». En particular, se calcula la diferencia entre la tasa de variación intermensual del precio de cada una de las subclases de alimentos y bebidas afectadas por la medida en enero de 2023 y la tasa de variación correspondiente al promedio del mes de enero en los años 2016-2022. A continuación, se calcula la diferencia entre esta diferencia para las partidas afectadas y la diferencia análoga correspondiente a las partidas no afectadas. Para otra estimación alternativa, pero con resultados muy similares, véase *De Amores et al. (2023)*.

## 21 ... y las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo elevadas

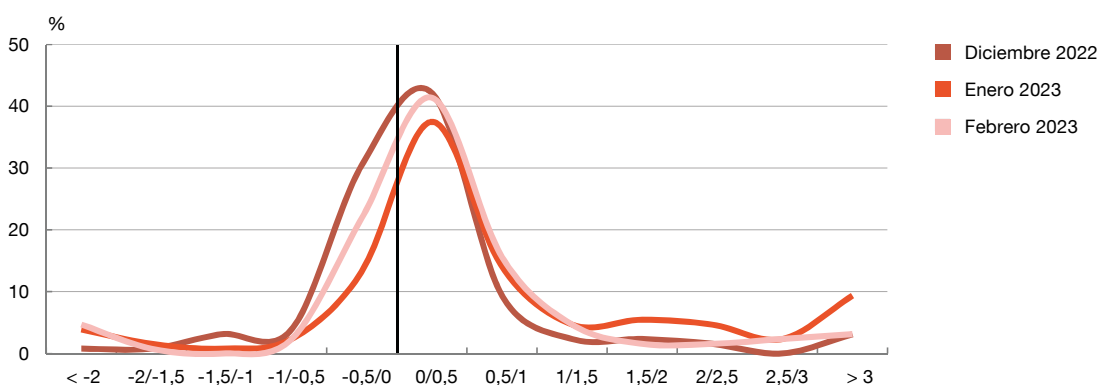
- La inflación subyacente —la general, excluidos los alimentos y la energía— alcanzó en febrero su máximo histórico, un 5,2 % (véase gráfico 21.a), pese al impacto de las medidas aprobadas en materia de transporte y de alquileres<sup>10</sup>.
- En todo caso, conviene mencionar que la evolución de la inflación subyacente en los últimos meses ha estado muy condicionada por el comportamiento de los precios del vestido y del calzado, debido al efecto de un cambio metodológico introducido por el INE en enero de 2022. Excluido este componente, la inflación subyacente se habría mantenido relativamente estable desde mediados de 2022 (véase gráfico 21.a).
- Aunque la desaceleración de los costes energéticos registrada a partir del otoño de 2022 y, más recientemente, la de los precios de producción podrían reducir —con un cierto retardo— las presiones inflacionistas subyacentes en los próximos trimestres, a corto plazo la magnitud de dichas presiones aún es muy elevada (véase gráfico 21.b).

Gráfico 21

### 21.a Evolución de la inflación subyacente en España



### 21.b Porcentaje de subclases del IAPC sin energía ni alimentos en cada rango de crecimiento intermensual (c)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.

b Inflación subyacente, excluido el grupo 03 de la clasificación ECOICOP («Artículos y prendas de vestir»).

c Tasas intermensuales corregidas por las tasas medias del período 2016-2019, para cada mes.



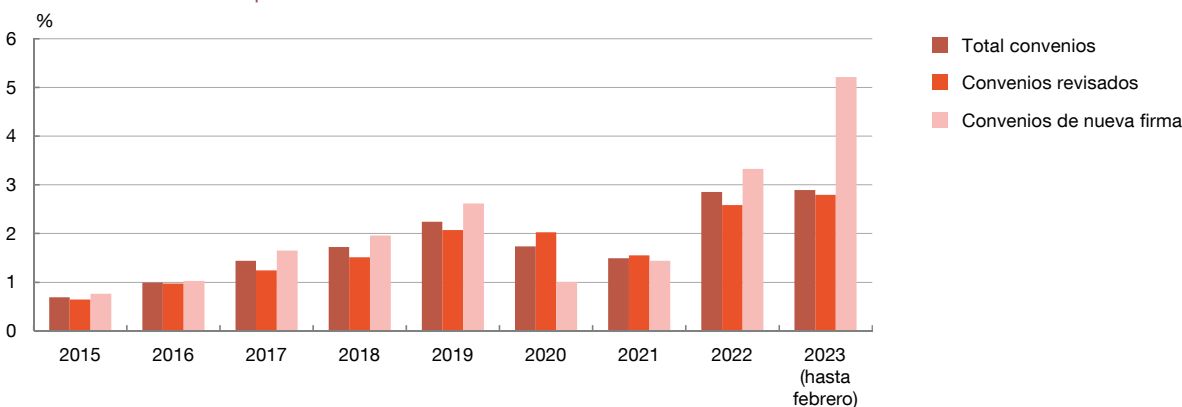
10 En particular, el Real Decreto-ley 20/2022, de 27 de diciembre, aprobó medidas relacionadas con descuentos en ciertos billetes de transporte terrestre de pasajeros y prorrogó el límite del 2 % para la actualización de los contratos de alquiler. En conjunto, estas medidas habrían restado entre 0,5 pp y 0,6 pp a la inflación subyacente en enero.

## 22 Los salarios siguen registrando incrementos moderados en los primeros meses de 2023...

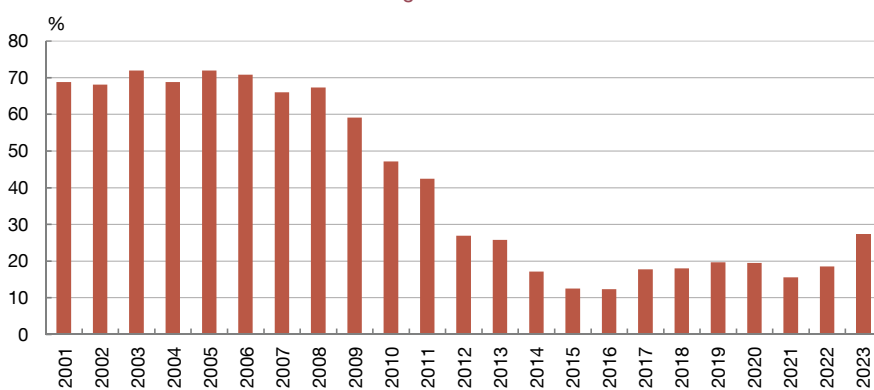
- Con la información disponible hasta el mes de febrero, el incremento salarial medio pactado en los convenios colectivos con vigencia en 2023 alcanzó el 2,9 %, en línea con lo pactado para 2022 (véase gráfico 22.a). No obstante, esta cifra refleja, mayoritariamente, lo pactado en convenios firmados en años anteriores, mientras que los nuevos convenios colectivos firmados a lo largo del segundo semestre de 2022 apuntan a un incremento salarial medio del 3,3 %. Por su parte, los convenios firmados en los dos primeros meses de 2023 recogen un incremento del 5,2 %, si bien solo afectan a 245.000 trabajadores y son, por tanto, poco representativos.
- Respecto a la incidencia de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación en los convenios firmados para 2023, esta se situó en el 27,4 %, lo que muestra un repunte moderado en relación con la observada en 2022 (véase gráfico 22.b).
- Por otra parte, las cláusulas de salvaguarda firmadas para 2022 habrían conducido a una revisión al alza de los incrementos salariales pactados en dicho ejercicio de unos 0,2 pp<sup>11</sup>, similar a la estimada para 2021<sup>12</sup>.

Gráfico 22

### 22.a Incremento salarial pactado



### 22.b Incidencia de las cláusulas de salvaguarda



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Economía Social.



11 Según las primeras cifras publicadas por el Ministerio de Trabajo y Economía Social sobre el incremento salarial revisado para 2022.

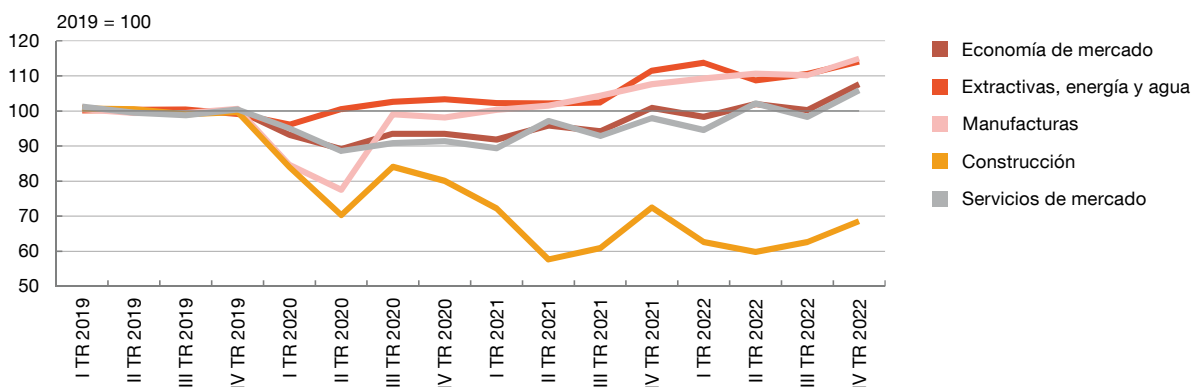
12 El grado de cobertura de las cláusulas de salvaguarda ante las sorpresas inflacionistas se habría situado en el entorno del 40 %, en línea con el observado en los últimos años. Véase Mario Izquierdo y José Luis Herrera. (2022). «Recuadro 6. Un análisis del contenido de las cláusulas de salvaguarda firmadas recientemente». En «Informe trimestral de la economía española». En *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, pp. 59-61. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/22/T3/Fich/be2203-it-Rec6.pdf>

## 23 ... mientras que se habría observado un cierto repunte de los márgenes empresariales a lo largo de 2022, si bien con una elevada heterogeneidad entre sectores y empresas

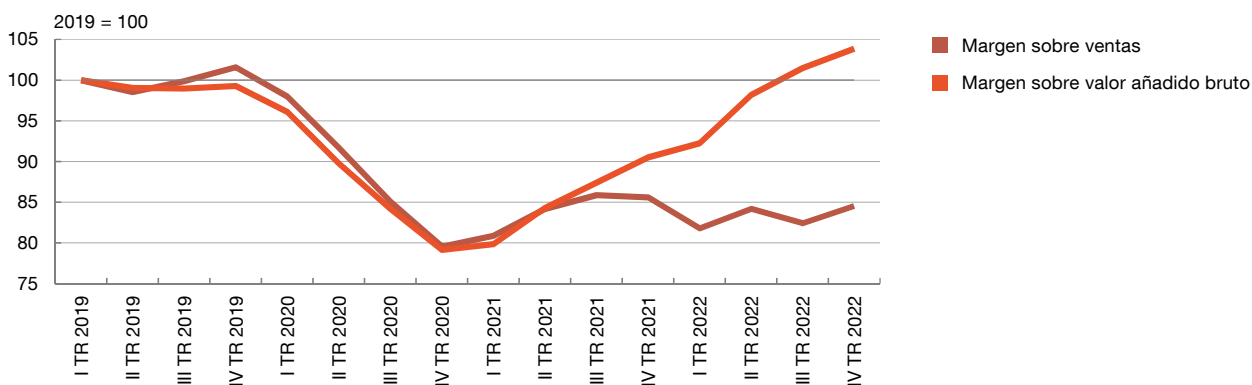
- De acuerdo con la información provisional de la Contabilidad Nacional para el cuarto trimestre de 2022, la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado aumentó en el tramo final del año pasado, de tal modo que se situó ligeramente por encima de los niveles registrados antes del comienzo de la pandemia (véase gráfico 23.a).
- Esta evolución es coherente con el comportamiento de la ratio entre el resultado económico bruto (REB) y el VAB que se observa, hasta finales de 2022, en la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España. No obstante, es importante destacar que, en la CBT, el margen empresarial aproximado como la ratio entre el REB y la cifra de negocios se habría mantenido prácticamente estable en 2022 y aún se encontraría por debajo del nivel que registraba en 2019 (véase gráfico 23.b).
- En cualquier caso, como en trimestres precedentes, estos desarrollos agregados enmascaran una notable heterogeneidad entre sectores y empresas<sup>13</sup>.

Gráfico 23

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



### 23.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.



13 Véanse, por ejemplo, "Informe trimestral de la economía española", *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022, y "Recuadro 1. Evolución reciente de los márgenes empresariales según la Central de Balances". En "La evolución económica y financiera de las empresas españolas en 2021 y hasta el tercer trimestre de 2022 según la Central de Balances", *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022.



## 24 Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan ligeramente al alza el crecimiento del PIB en 2023

- 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, proyecciones que terminaron de elaborarse a principios de marzo, antes de la reciente aparición de tensiones en los mercados financieros internacionales.
- Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB de nuestro país crecerá a tasas del 1,6 %, el 2,3 % y el 2,1 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente.
- En comparación con las proyecciones publicadas en diciembre, las actuales comportan una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2023 de 0,3 pp, fundamentalmente como consecuencia de un crecimiento mayor de lo esperado en 2022, que conlleva un efecto arrastre positivo sobre la tasa media anual de 2023. Además, los supuestos referidos a los mercados exteriores y a las variables fiscales son ahora algo más favorables para el crecimiento en 2023, lo que compensa el impacto negativo asociado a la revisión al alza en la evolución futura de los tipos de interés a lo largo del horizonte de proyección. En sentido contrario, el crecimiento previsto para 2024 se revisa a la baja en 0,4 pp, hasta el 2,3 %, mientras que se mantiene sin cambios la tasa de crecimiento correspondiente a 2025.
- Por otra parte, en comparación con las anteriores proyecciones, se revisa a la baja en 1,2 pp la tasa de inflación media en 2023, hasta el 3,7 %. Esta revisión se explica principalmente por el componente energético, mientras que los precios de los alimentos y el componente subyacente incorporan una revisión al alza. Respecto al resto del horizonte de proyección, se espera una moderación en las tasas de inflación general hasta el 3,6 % en 2024 y el 1,8 % en 2025.
- En un contexto de elevada incertidumbre, los riesgos sobre estas proyecciones están orientados a la baja en términos de actividad económica y aparecen equilibrados con respecto a la inflación.

Esquema 1

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

FUENTE: Banco de España.