

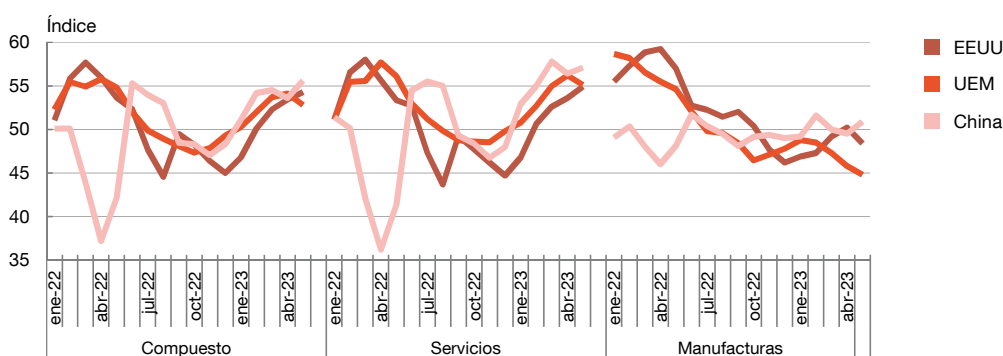
INFORME

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

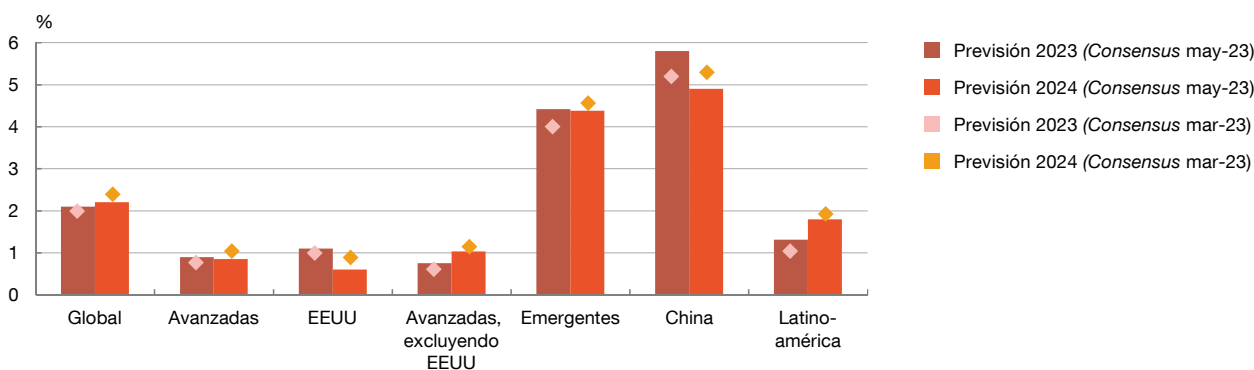
- A lo largo de los últimos meses, en un contexto de relativa atonía de las manufacturas, el considerable dinamismo de los servicios (véase gráfico 1.a) estaría relacionado tanto con la persistencia del impacto positivo de la reapertura de la economía tras la crisis sanitaria sobre la demanda de las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

Gráfico 1

1.a Evolución de los PMI



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



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

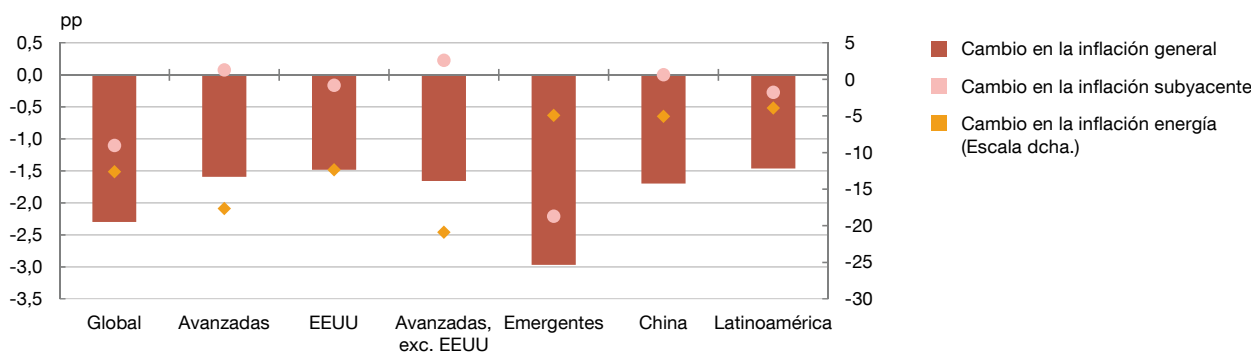
a Previsiones de Consensus Forecasts (barras: mayo; puntos: marzo). El agregado «Avanzadas» incluye 13 áreas geográficas (Unión Económica y Monetaria, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, República Checa, Dinamarca, Islandia, Israel, Japón, Corea del Sur, Noruega, Suecia y Suiza), y el agregado «Emergentes»,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

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

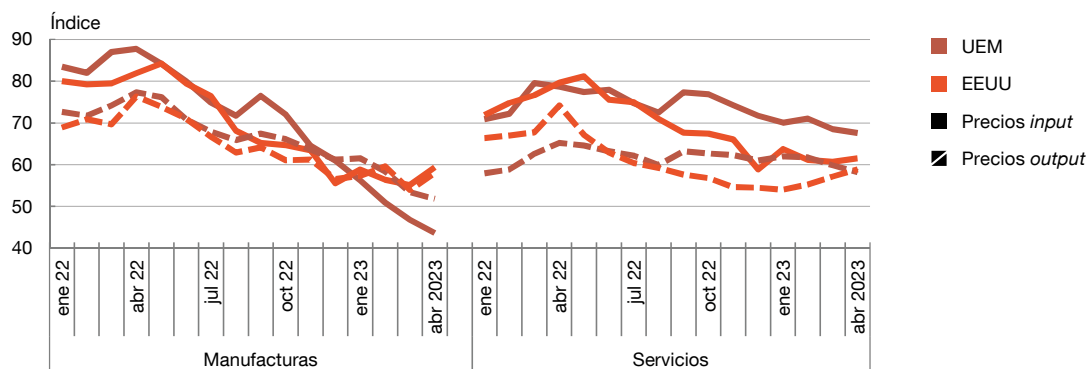
- En los últimos meses, el descenso de los precios de la energía ha seguido contribuyendo a reducir las tasas de inflación general a nivel global. Sin embargo, las tasas de inflación subyacente continúan sin flexionar a la baja de forma significativa y generalizada, excepto en algunas economías emergentes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

Gráfico 2

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



2.b Evolución de los precios PMI



FUENTES: Estadísticas nacionales y S&P Global.

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

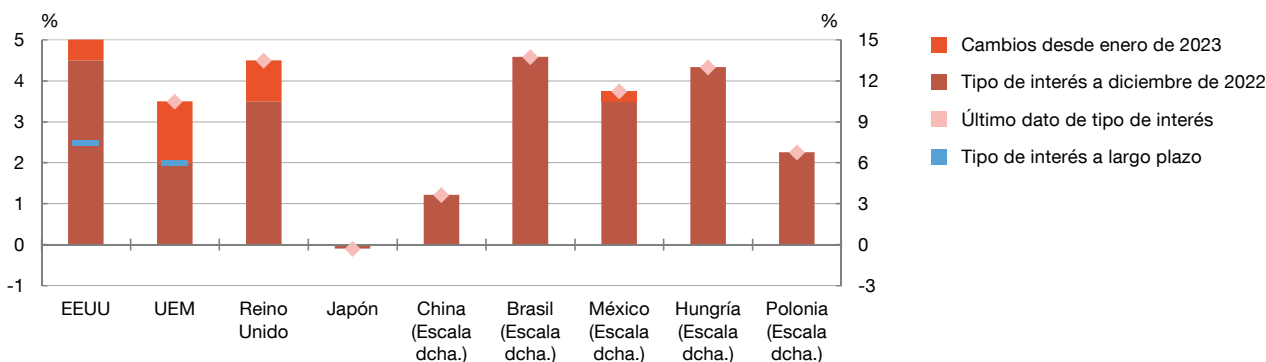


3 Los principales bancos centrales han moderado el ritmo de endurecimiento de sus políticas monetarias

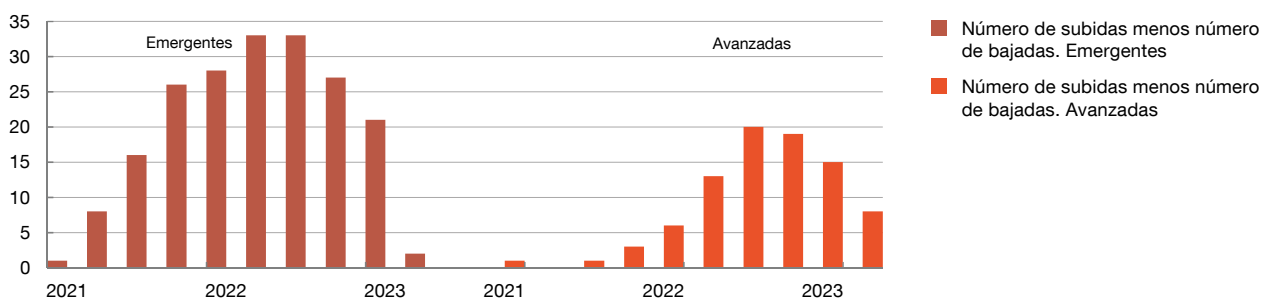
- Así, por ejemplo, el **Banco Central Europeo**, que elevó sus tipos de interés oficiales en 50 pb en sus reuniones de política monetaria de diciembre de 2022 y de febrero y marzo de 2023, pasó a adoptar incrementos de 25 pb en dichos tipos de interés en sus dos últimas reuniones —en mayo y junio—.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

Gráfico 3

3.a Tipos de interés oficiales



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



FUENTES: Bancos centrales nacionales y Refinitiv.

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

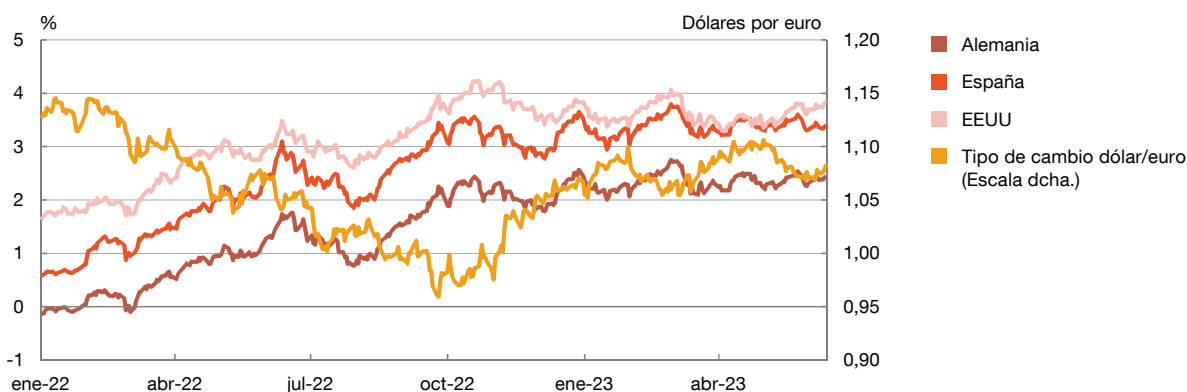


4 Los mercados financieros internacionales han estado condicionados recientemente por las subidas menos intensas de los tipos de interés oficiales y por la relajación de las tensiones en el sector bancario

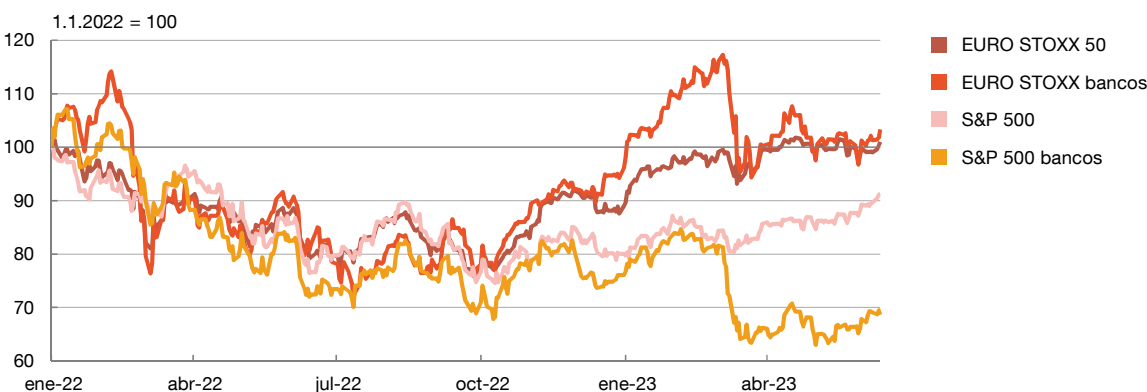
- En los últimos meses, las rentabilidades de las deudas soberanas a largo plazo han mostrado una menor volatilidad que durante el primer trimestre del año, si bien han experimentado leves incrementos desde finales de marzo. Así, por ejemplo, en la parte transcurrida del segundo trimestre, las referencias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

Gráfico 4

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



4.b Índices bursátiles



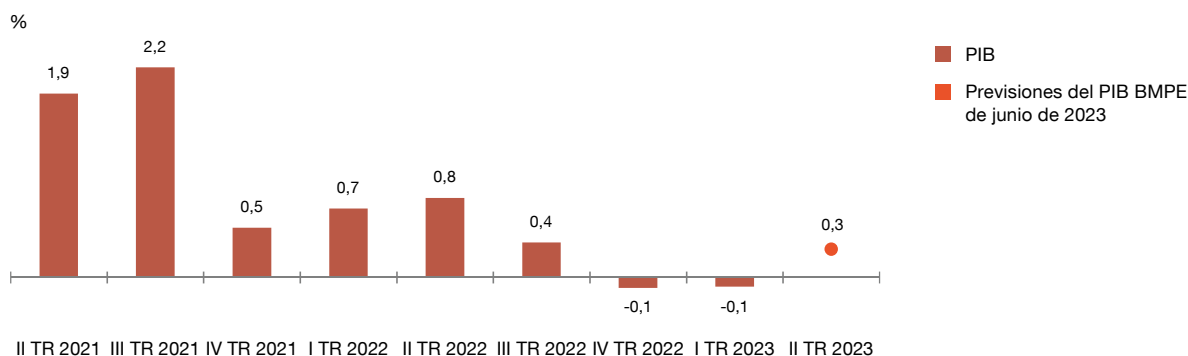
FUENTES: Refinitiv y Datastream.

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

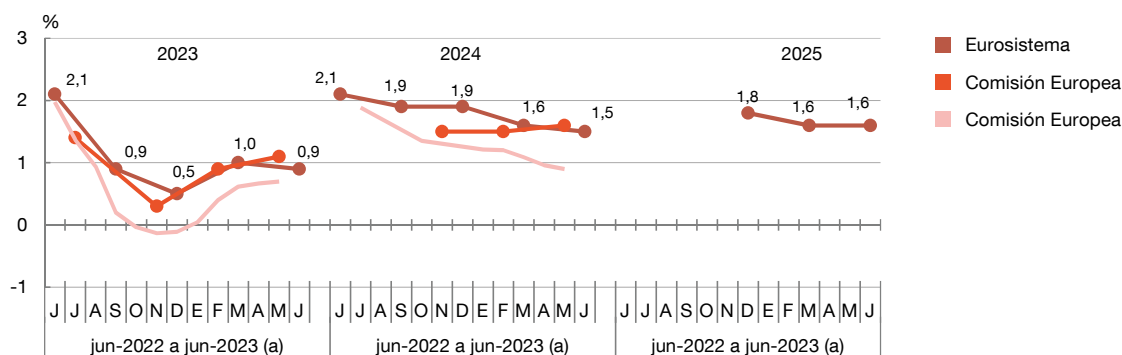
- Después de dos trimestres en los que el PIB en la UEM registró leves retrocesos, los indicadores coyunturales más recientes apuntan, en su conjunto, a una tasa de crecimiento intertrimestral positiva en el segundo trimestre, que, de acuerdo con el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de junio,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

Gráfico 5

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



5.b UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



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

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

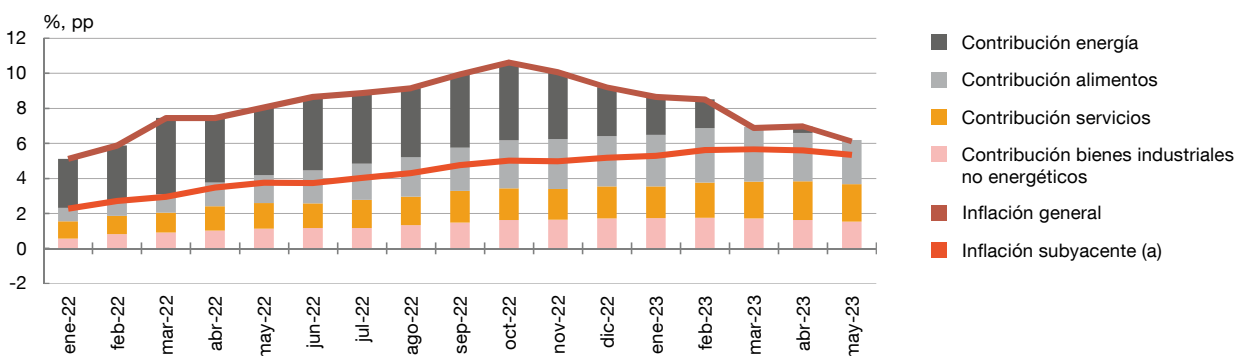


6 A pesar de mantener una senda descendente, la inflación en la UEM permanece en niveles elevados, fruto del dinamismo mostrado por los precios de los alimentos y de los servicios

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

Gráfico 6

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



FUENTE: Eurostat.

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

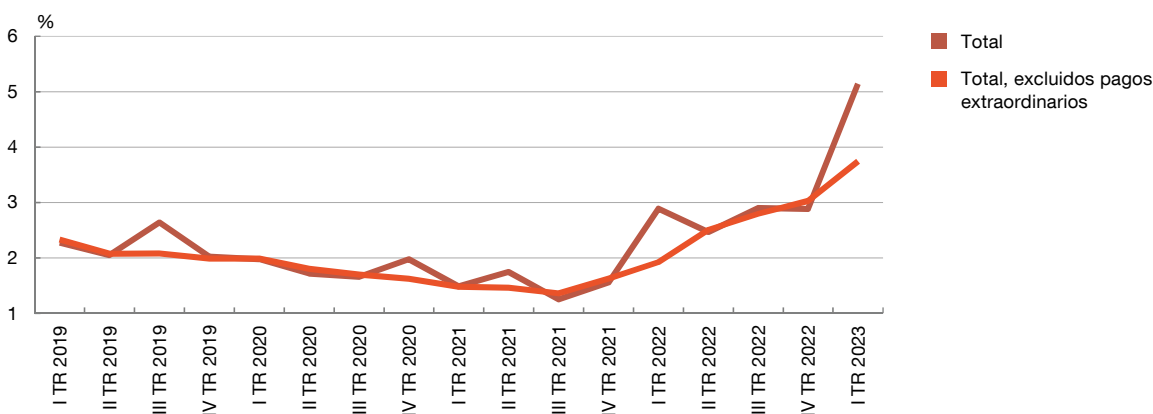


7 La incertidumbre que rodea a las previsiones de crecimiento e inflación del área del euro es muy elevada y responde a factores de origen externo e interno

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

Gráfico 7

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



FUENTES: Banco Central Europeo y Comisión Europea.

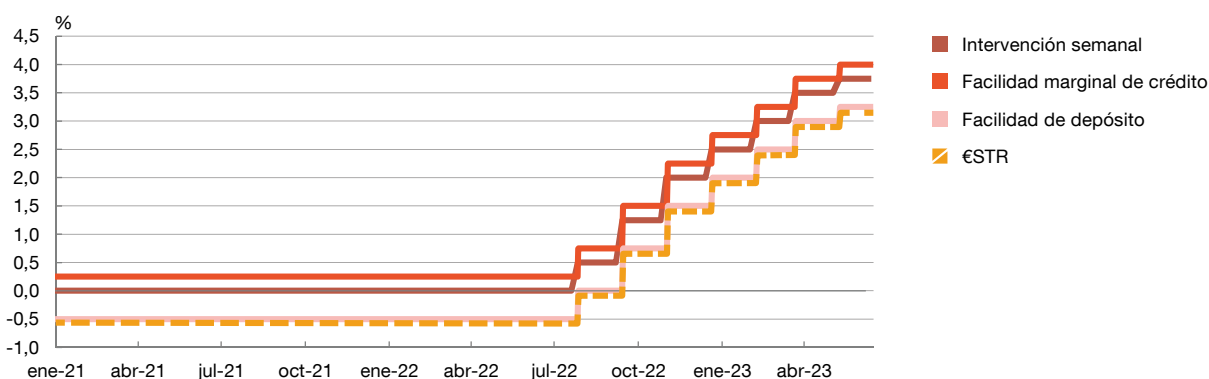


8 El Banco Central Europeo ha continuado incrementando sus tipos de interés oficiales para lograr que la inflación vuelva a situarse en su objetivo del 2% a medio plazo

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

Gráfico 8

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



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



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

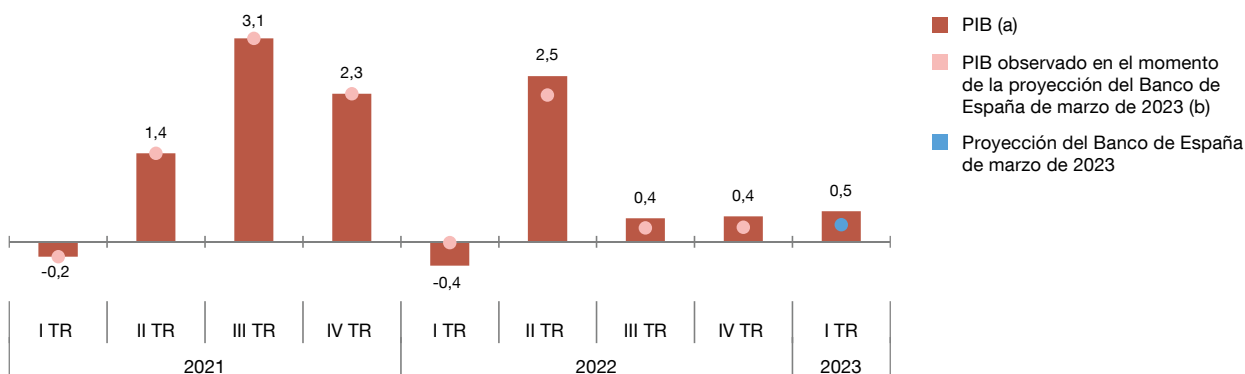
9 En España, el PIB avanzó con un vigor mayor de lo esperado en el primer trimestre de 2023, debido a la contribución de la demanda exterior neta

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

Gráfico 9

9.a Evolución del PIB de España

Tasa de variación intertrimestral, %



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

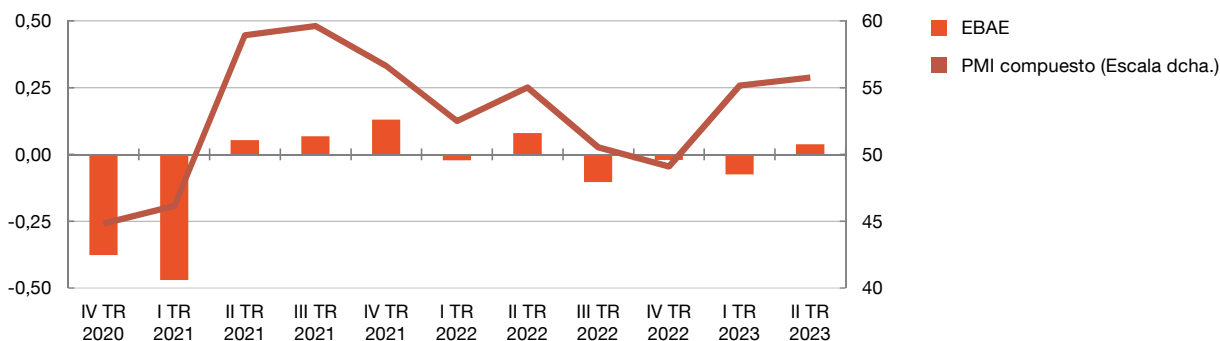


10 Los indicadores coyunturales más recientes sugieren, en conjunto, que el dinamismo de la actividad económica española podría haberse acelerado ligeramente en el segundo trimestre

- De acuerdo con los distintos indicadores disponibles, que ofrecen información parcial y aún incompleta sobre el comportamiento de la actividad en el segundo trimestre del año, el ritmo de avance del PIB español en este período podría situarse en el entorno del 0,6 % intertrimestral. No obstante, la incertidumbre que rodea a dicha estimación es muy elevada².
- Entre los indicadores coherentes con un mayor vigor de la actividad en el segundo trimestre destacan los de confianza. Así, por ejemplo, en el promedio de abril y mayo, los PMI alcanzaron niveles superiores a los registrados en los tres primeros meses del año (véase gráfico 10.a), especialmente en el caso de las ramas de servicios.
- En el mismo sentido apuntan los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), según los cuales la facturación de las empresas españolas habría mostrado un mayor dinamismo en el segundo trimestre del año en comparación con el primero (véase gráfico 10.a)³.
- No obstante, algunos de los indicadores más recientes —por ejemplo, los referidos a la creación de empleo— apuntan a cierta moderación de la actividad en el tramo final del segundo trimestre.

Gráfico 10

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



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

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



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

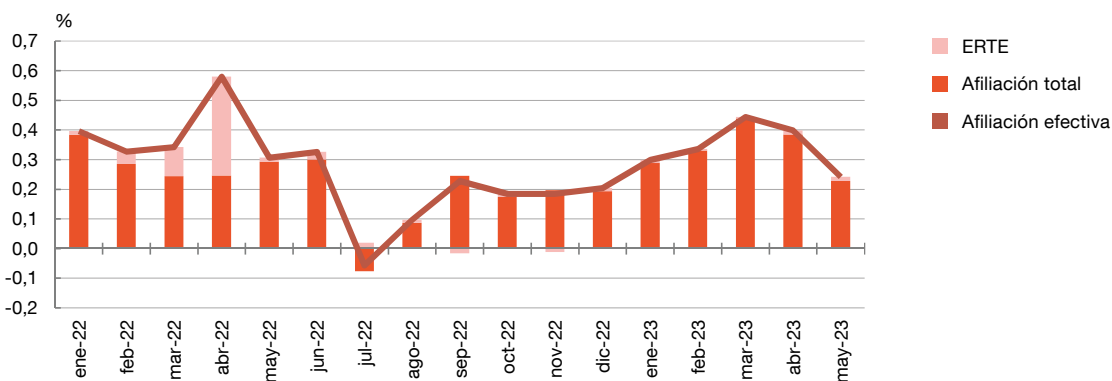
3 Para más detalles, véase [Fernández Cerezo e Izquierdo \(2023\)](#).

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

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

Gráfico 11

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



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

a Tasa mensual desestacionalizada.

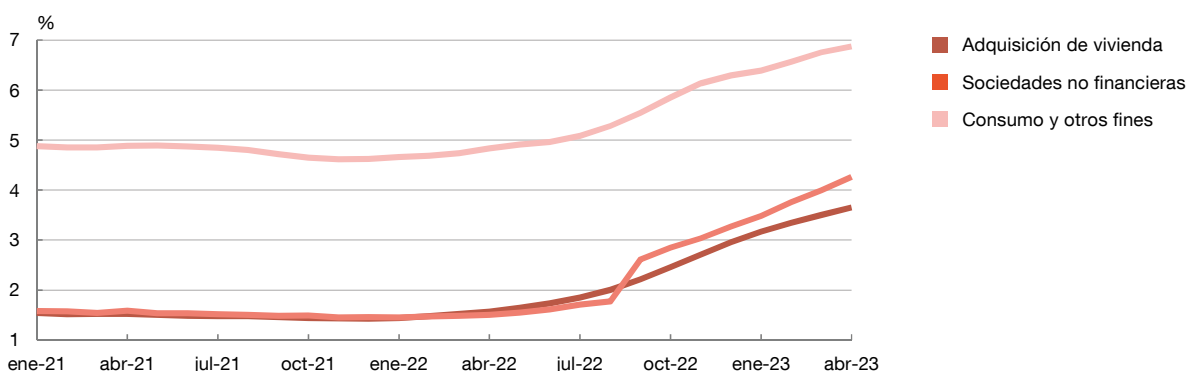


12 Las condiciones de financiación bancaria en España han prolongado su senda de endurecimiento progresivo

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

Gráfico 12

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



FUENTE: Banco de España.

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

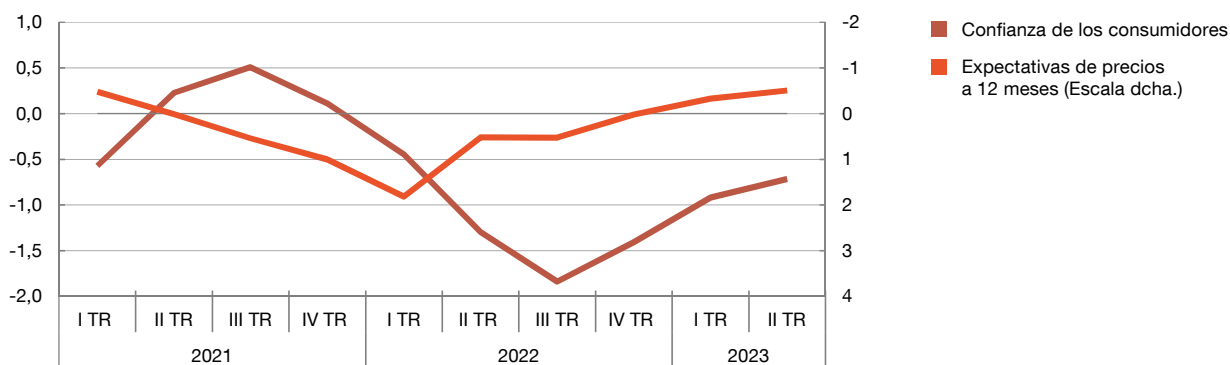


13 El consumo privado se habría recuperado levemente a lo largo del segundo trimestre, tras los retrocesos registrados en los trimestres precedentes

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

Gráfico 13

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



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

a Última observación disponible: mayo de 2023.

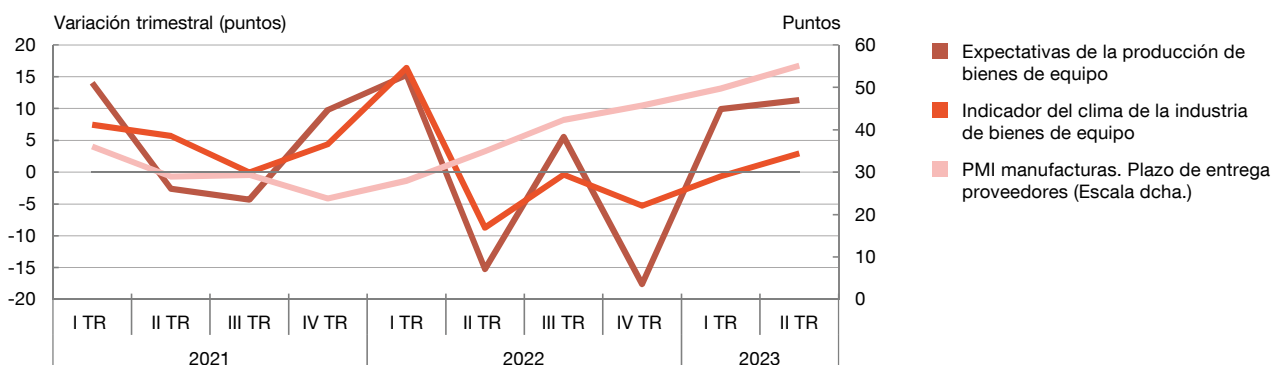


14 La inversión empresarial podría haber mantenido en los últimos meses la senda de reactivación que inició en el primer trimestre del año

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

Gráfico 14

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



FUENTES: S&P Global y Comisión Europea.

a Última observación disponible: mayo de 2023.

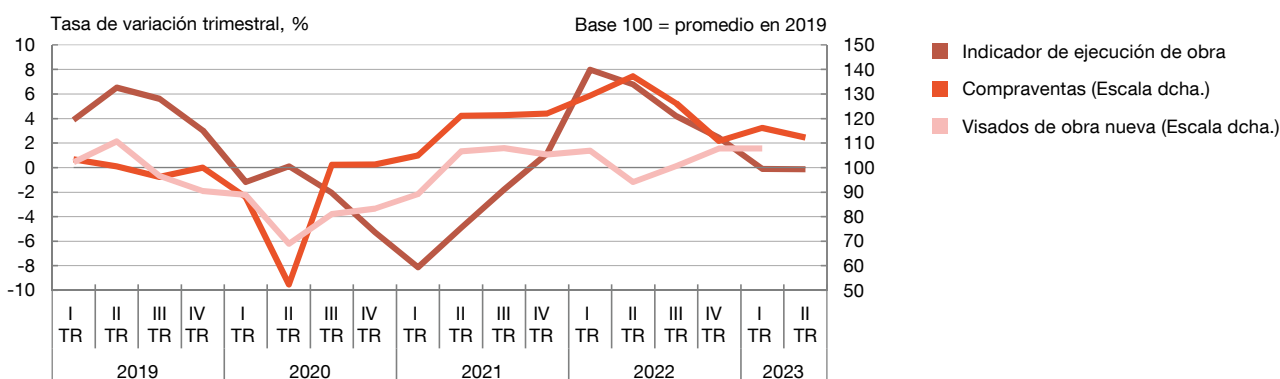


15 En el segundo trimestre, la inversión en vivienda habría mostrado, como en los trimestres precedentes, una cierta debilidad, lastrada por factores tanto de oferta como de demanda

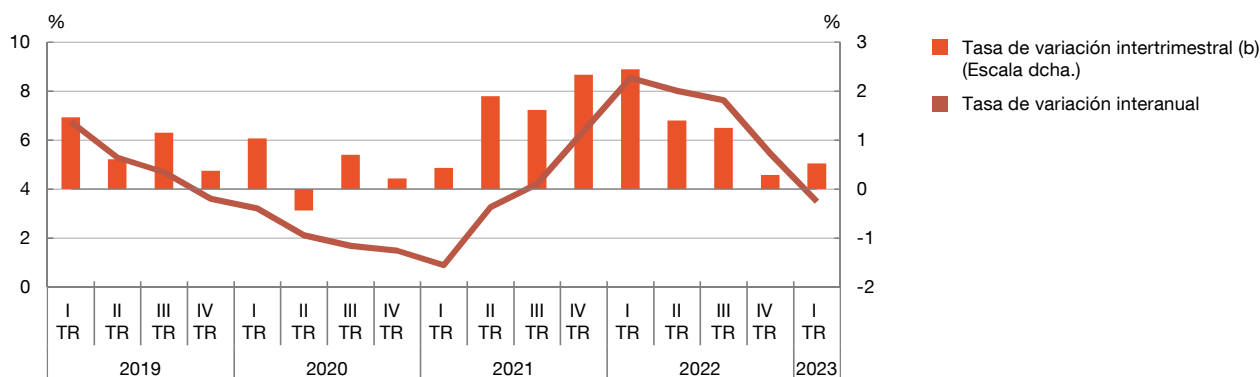
- Por el lado de la oferta, seguirían incidiendo negativamente sobre la inversión en vivienda el elevado coste de algunos de los materiales empleados en la construcción residencial, la escasez de mano de obra y el progresivo endurecimiento de las condiciones de financiación del sector (San Juan, 2023).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

Gráfico 15

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



15.b Evolución del precio de la vivienda



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

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

b Tasa calculada sobre la serie desestacionalizada.

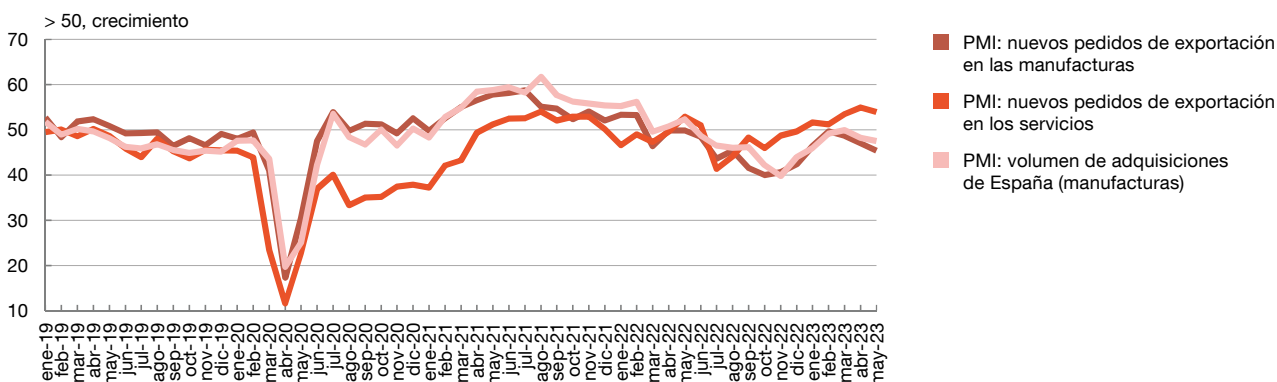


16 El sector exterior habría seguido contribuyendo positivamente al avance del PIB en los últimos meses, gracias al dinamismo de las exportaciones de servicios y a ciertas ganancias de competitividad

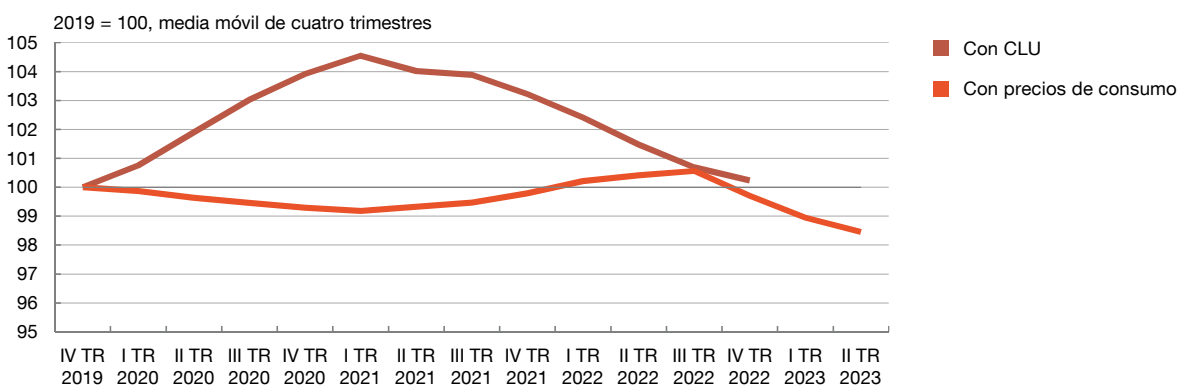
- En los primeros meses del año, el notable dinamismo de las exportaciones de servicios turísticos y no turísticos contrastó con la ralentización de las exportaciones de bienes. Estos patrones se habrían prolongado a lo largo del segundo trimestre, a tenor del comportamiento de los indicadores PMI referidos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

Gráfico 16

16.a Índices de gestores de compras



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



FUENTES: Markit y Banco Central Europeo.

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

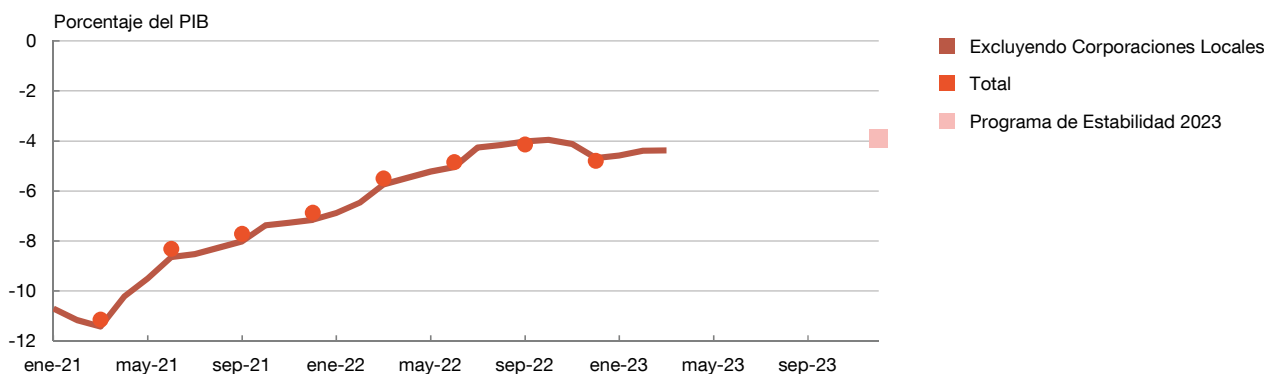


17 El sector público continuaría actuando como un soporte adicional de la actividad

- La extensión a 2023 de buena parte de las medidas de apoyo desplegadas frente a la crisis energética, las subidas aprobadas para los sueldos de los empleados públicos y las pensiones, y el avance de los gastos financiados con el programa NGEU habrían supuesto, en los últimos meses, un incremento del gasto público que más que compensaría el aumento de los ingresos que se deriva de los nuevos impuestos aprobados⁴. Todo ello conllevaría un impulso expansivo por parte del sector público sobre la actividad en el período más reciente.
- No obstante, en la medida en que el estímulo derivado del programa NGEU no tiene efectos sobre el saldo de las AAPP⁵, este impulso solo se vería parcialmente reflejado en las cuentas públicas. Así, en el primer trimestre del año, el saldo acumulado de 12 meses de las AAPP habría mejorado en 0,4 pp, pasando del -4,8 % del PIB al cierre de 2022 al -4,4 % en marzo (véase gráfico 17.a).
- A esta evolución contribuyó la recuperación de los ingresos, que se debió tanto al mayor dinamismo de la actividad como a los nuevos gravámenes introducidos y al crecimiento de otros ingresos —principalmente, intereses y dividendos—. Por el lado del gasto, destacó el avance de las prestaciones sociales, que aumentaron un 8,5 % con respecto a sus niveles del año anterior.

Gráfico 17

17.a Saldo presupuestario de las AAPP (a)



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

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



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

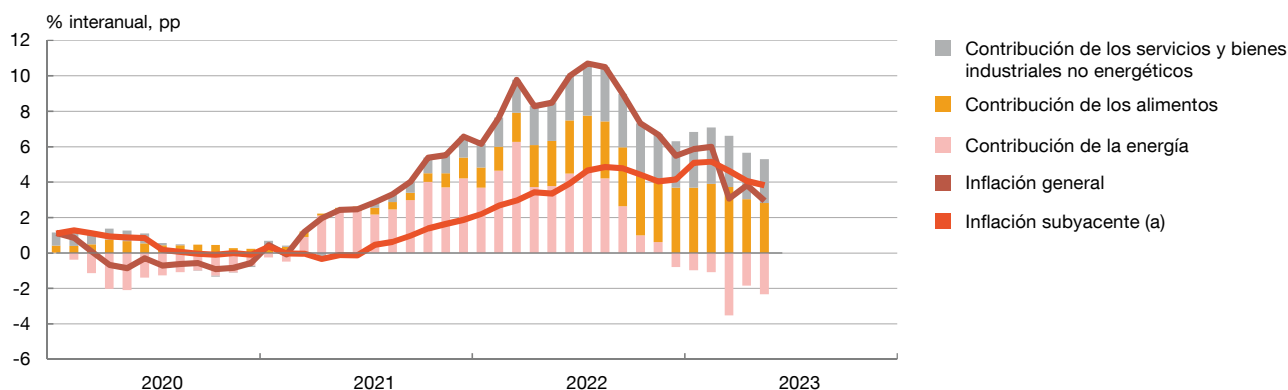
5 Por convención, en el mismo momento en el que se registran los gastos financiados a cargo del programa NGEU, se contabilizan los ingresos correspondientes por el mismo importe, de forma que el impacto de dicho programa sobre el saldo agregado de las AAPP es nulo.

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

- La inflación en España se situó en mayo en el 2,9% —por debajo de lo esperado y de la **tasa de inflación registrada en el área del euro**—, lo que supone una reducción de 7,8 pp con respecto a la tasa máxima del 10,7% alcanzada en julio de 2022 (véase gráfico 18.a).
- Hasta el momento, esta corrección se ha apoyado, fundamentalmente, en la desaceleración del componente energético de los precios. No obstante, en el período transcurrido del segundo trimestre también parecen haber iniciado una moderada tendencia de desaceleración tanto los precios de los alimentos —especialmente visible en el caso de las partidas de aceites, de pan y cereales, y de productos lácteos— como los de la inflación subyacente —este es el caso, por ejemplo, de las partidas de transporte y, más recientemente, de las partidas relacionadas con la vivienda, el ocio, la restauración y el turismo—.
- En todo caso, de cara al futuro, diversos factores podrían redundar en una cierta resistencia a la baja de las actuales presiones inflacionistas⁶. Entre dichos factores destacan, por ejemplo, la existencia de posibles asimetrías en la traslación a los precios de consumo de las variaciones en los precios de la energía —esto es, una traslación más lenta de las bajadas en los costes energéticos que de las subidas—, la sequía —que supone un riesgo al alza en la evolución futura de los precios de determinados alimentos—⁷ y la posibilidad de que puedan producirse efectos de segunda vuelta sobre la inflación a través de **salarios y/o márgenes empresariales**.

Gráfico 18

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



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.



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

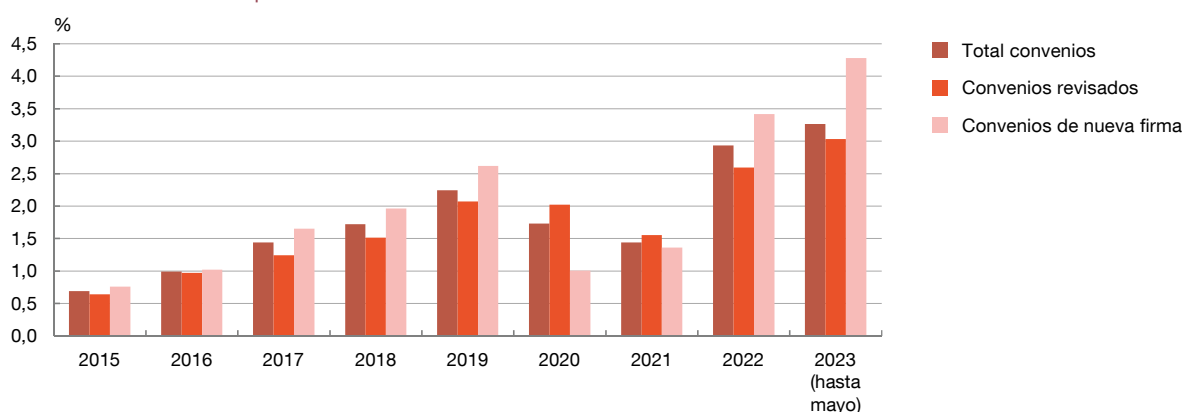
⁷ Se estima que el peso de los productos alimentarios afectados por la sequía sería de entre un 15% y un 20% del total del componente de alimentos en el IAPC.

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

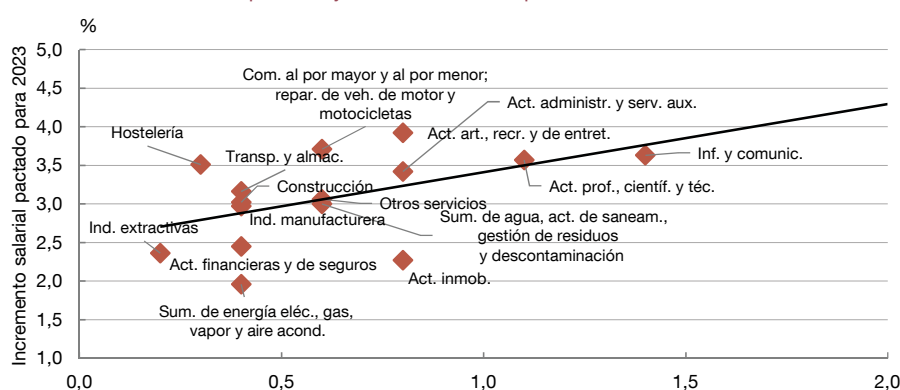
- De acuerdo con la información referida a los convenios colectivos registrados hasta el mes de mayo, el incremento salarial medio pactado para 2023 se sitúa en el 3,3 %, ligeramente superior al 2,9 % acordado para el año pasado. Dentro de este conjunto de convenios, aquellos firmados en 2023 —que afectan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

Gráfico 19

19.a Incremento salarial pactado



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



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

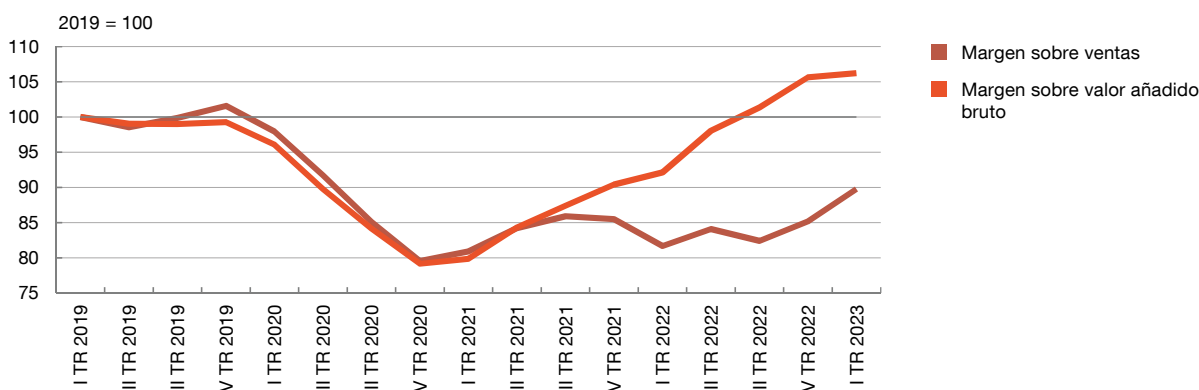


20 Los márgenes empresariales habrían prolongado su senda de recuperación en los primeros meses de 2023, si bien con una elevada heterogeneidad entre sectores

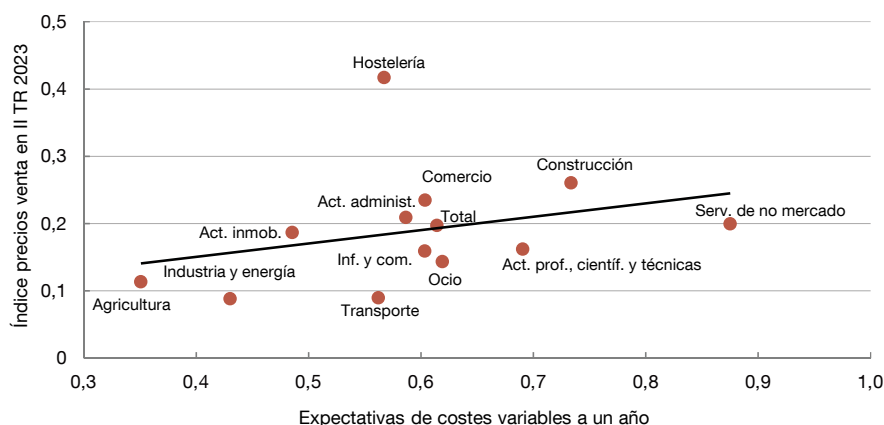
- De acuerdo con la información de la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España, los márgenes empresariales —aproximados tanto por la ratio entre el resultado económico bruto (REB) y el VAB como por la ratio entre el REB y las ventas— habrían repuntado en el primer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

Gráfico 20

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



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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a El margen sobre ventas se define como el cociente entre el REB y el importe neto de la cifra de negocios, y el margen sobre valor añadido bruto como la ratio REB/VAB. Ambas métricas proceden de la CBT. Datos acumulados de cuatro trimestres.
- b Resultados de la EBAE del II TR 2023. Los índices de precios y de costes se construyen asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2; aumento leve = 1; estabilidad = 0; descenso leve = -1; descenso significativo = -2. Los costes variables se calculan ponderando los costes intermedios y los laborales por sus pesos calculados con datos de la Contabilidad Nacional.



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

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

Esquema 1

	2023	2024	2025
PIB	2,3 % ↑ 0,7 pp	2,2 % ↓ 0,1 pp	2,1 % =
Inflación	3,2 % ↓ 0,5 pp	3,6 % =	1,8 % =

FUENTE: Banco de España.