

# PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN LOS PRÓXIMOS TRIMESTRES Y EL RETO ESTRUCTURAL DE ELEVAR LA PRODUCTIVIDAD

ÁNGEL GAVILÁN

Director General de Economía y Estadística

Alicante  
23 de marzo de 2023





## ÍNDICE

- 1. Proyecciones macroeconómicas 2023-2025**
- 2. Principales fuentes de incertidumbre en los próximos trimestres**
- 3. El reto estructural de elevar la productividad**

# ÍNDICE

- 1. Proyecciones macroeconómicas 2023-2025**
- 2. Principales fuentes de incertidumbre en los próximos trimestres**
- 3. El reto estructural de elevar la productividad**



# RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

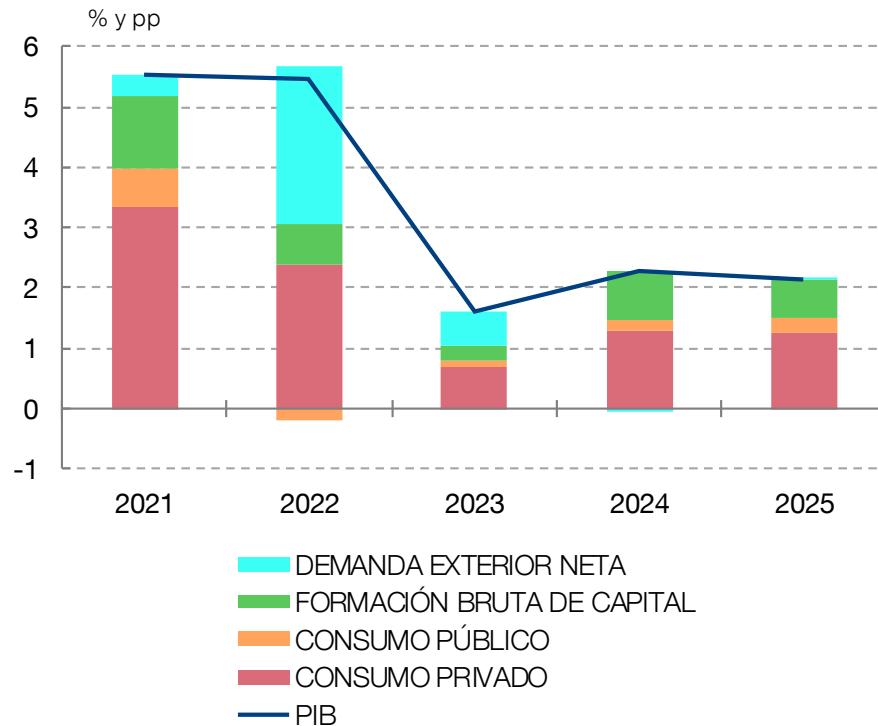
	PROYECCIONES DE MARZO DE 2023 (a)						DIFERENCIAS CON LAS PROYECCIONES DE DICIEMBRE			
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Tasa de variación anual (%), salvo indicación en contrario										
<b>PIB</b>	-11,3	5,5	<b>5,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	0,9	0,3	-0,4	0,0
<b>Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)</b>	-0,3	3,0	<b>8,3</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	<b>1,8</b>	-0,1	-1,2	0,0	0,0
<b>IAPC sin energía ni alimentos</b>	0,5	0,6	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>	<b>2,2</b>	<b>1,8</b>	0,0	0,5	0,0	0,0
<b>Tasa de paro (% de la población activa). Media anual</b>	15,5	14,8	<b>12,9</b>	<b>12,7</b>	<b>12,3</b>	<b>12,0</b>	0,1	-0,2	0,1	0,0
<b>Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)</b>	-10,1	-6,9	<b>-4,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,4</b>	-0,4	0,0	0,2	0,1
<b>Deuda de las AAPP (% del PIB)</b>	120,4	118,3	<b>113,1</b>	<b>111,1</b>	<b>108,8</b>	<b>109,9</b>	0,0	0,5	0,0	0,1

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

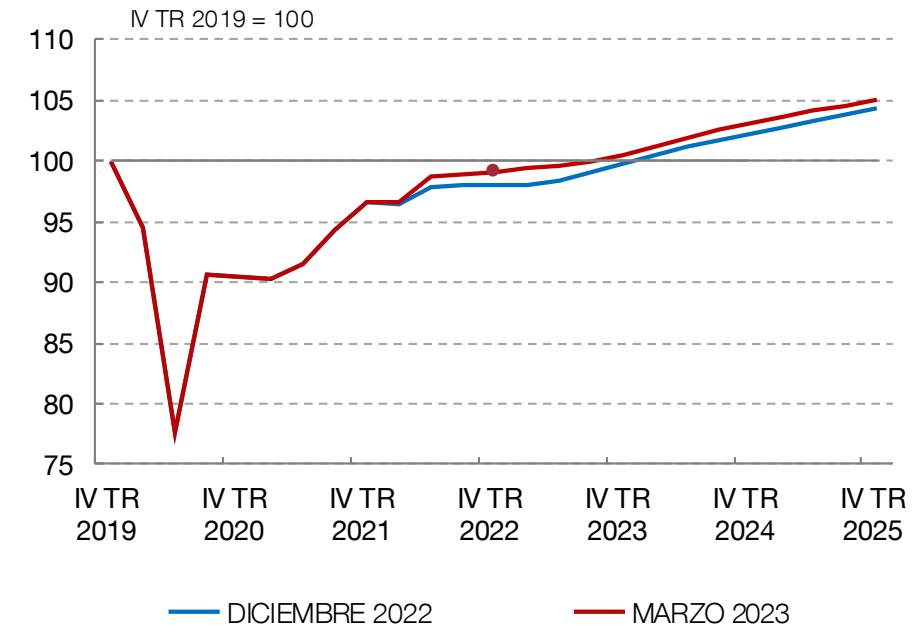
(a) Fecha de cierre de las proyecciones: 2 de marzo de 2023.

# PREVISIONES DE CRECIMIENTO SÍNTESIS

CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES



PIB REAL  
(Índice de volumen encadenado)

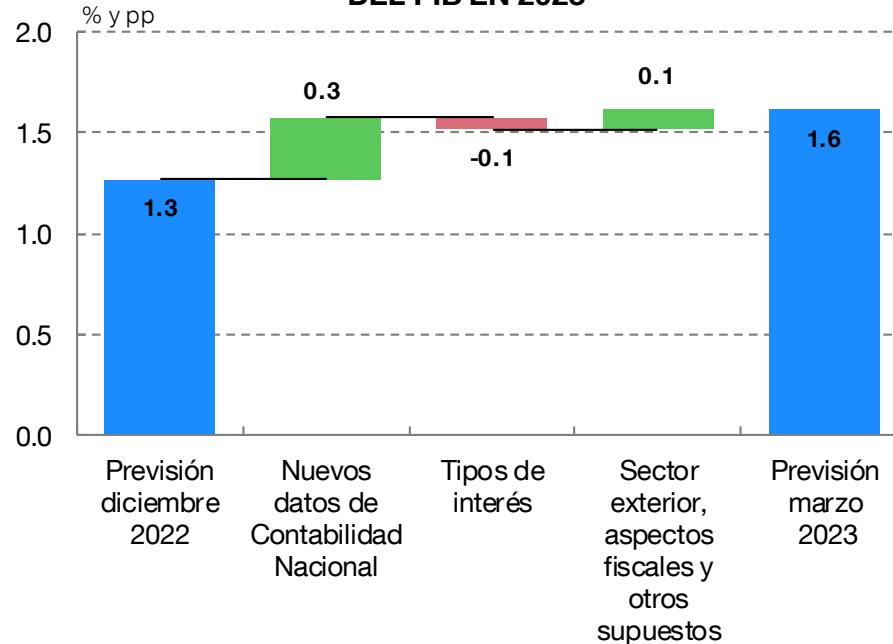


# PREVISIONES DE CRECIMIENTO

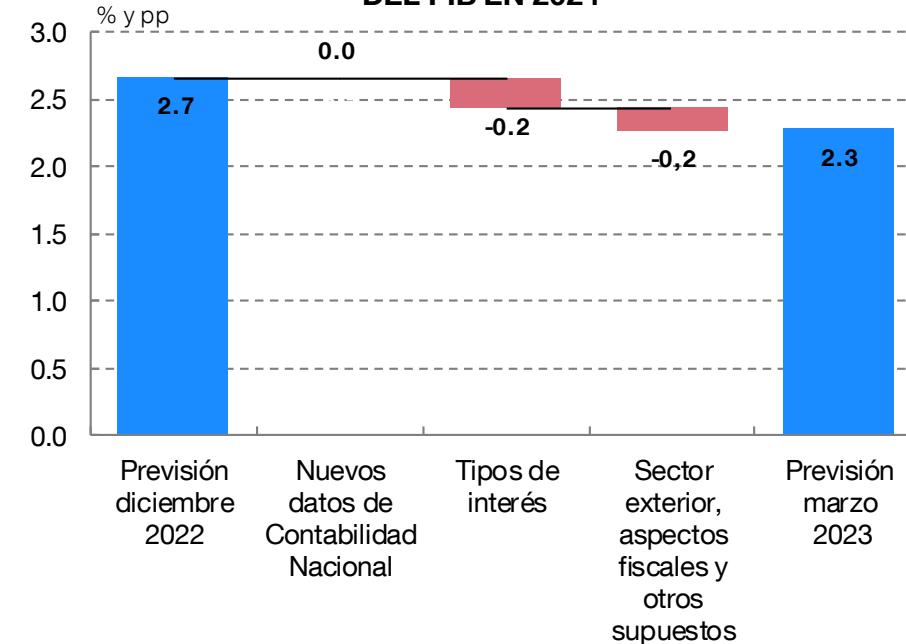
## REVISIÓN CON RESPECTO AL EJERCICIO DE PROYECCIONES DE DICIEMBRE

- El crecimiento del PIB se revisa al alza en 2023 –por la mejor evolución de la actividad en el 2S22 y las mejores perspectivas externas y domésticas para el año en curso– ...
- ... pero a la baja en 2024 –por el mayor endurecimiento esperado de las condiciones financieras, un euro más apreciado y un mayor ajuste fiscal–

CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO  
DEL PIB EN 2023



CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO  
DEL PIB EN 2024

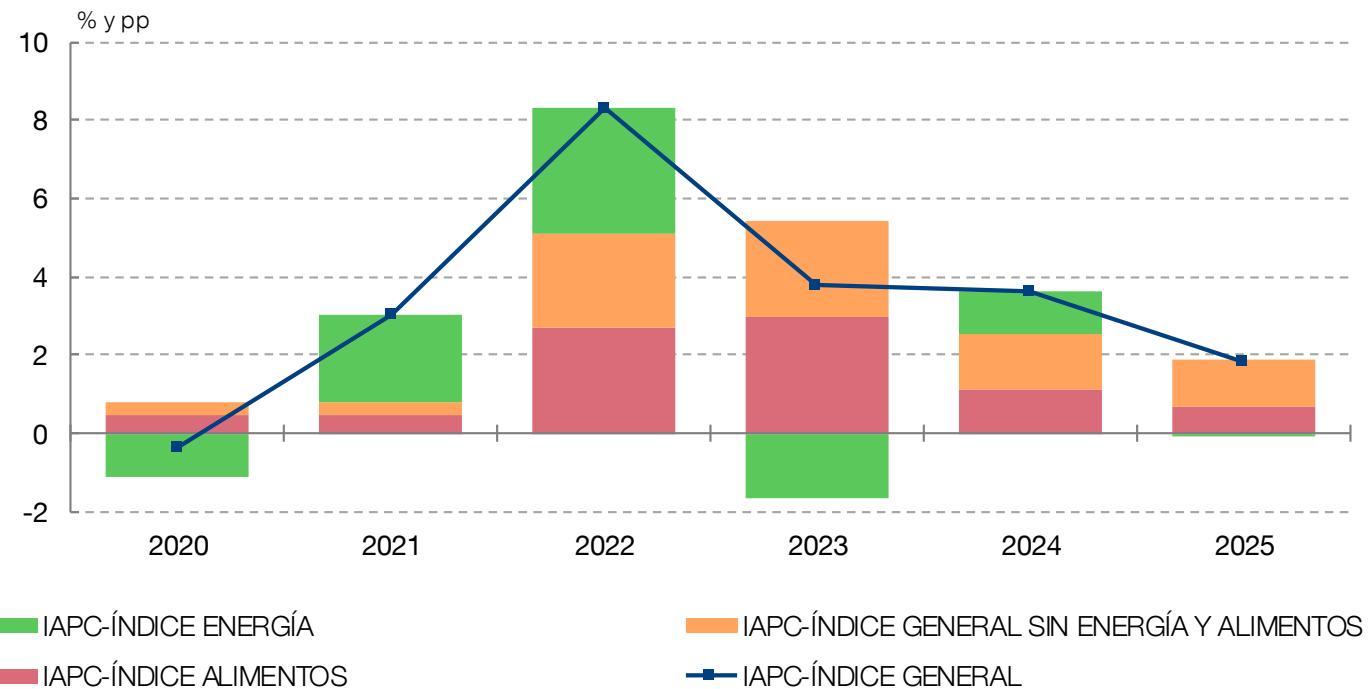


Cambios supuestos

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

# PREVISIÓNES DE INFLACIÓN SÍNTESIS

## CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMPONENTES



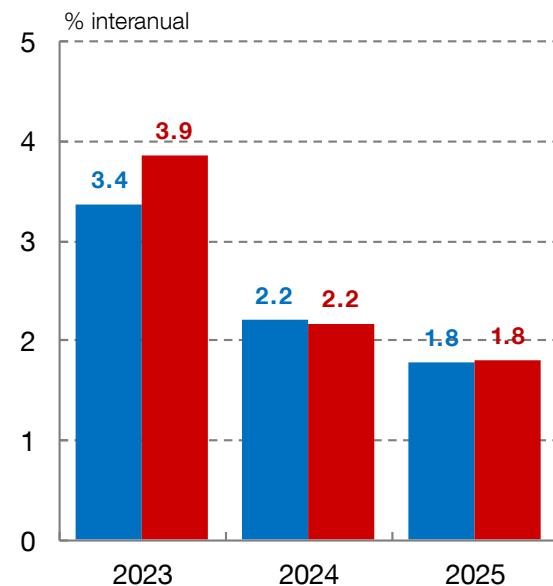
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

# PREVISIÓNES DE INFLACIÓN

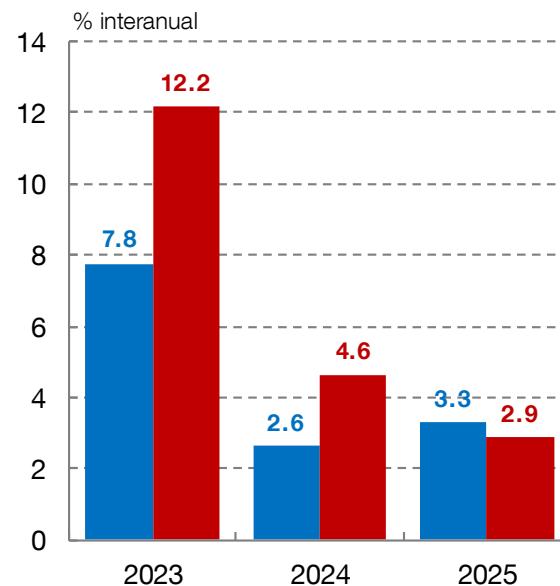
## REVISIÓN CON RESPECTO AL EJERCICIO DE PROYECCIONES DE DICIEMBRE

- En 2023, la inflación subyacente y la de los alimentos se revisa al alza –por las recientes sorpresas al alza en estas rúbricas, que evidencian el retardo en la transmisión a los precios de consumo de los aumentos de costes registrados en los últimos trimestres– ...
- ... si bien la inflación general se revisa a la baja en el promedio del año –fundamentalmente, por la acusada reducción que los precios de la energía han experimentado en los últimos meses–

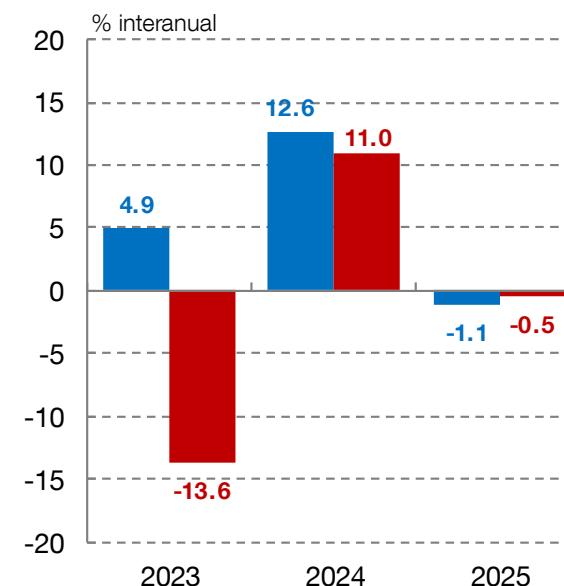
IAPC SUBYACENTE



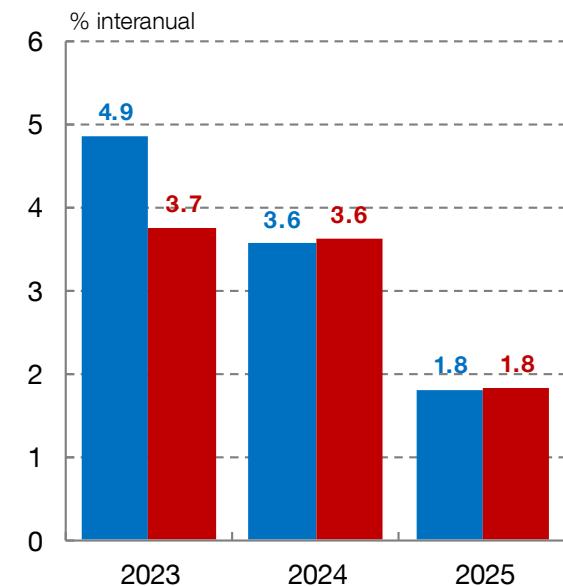
ALIMENTOS



ENERGÍA



IAPC GENERAL



■ IT DICIEMBRE 2022

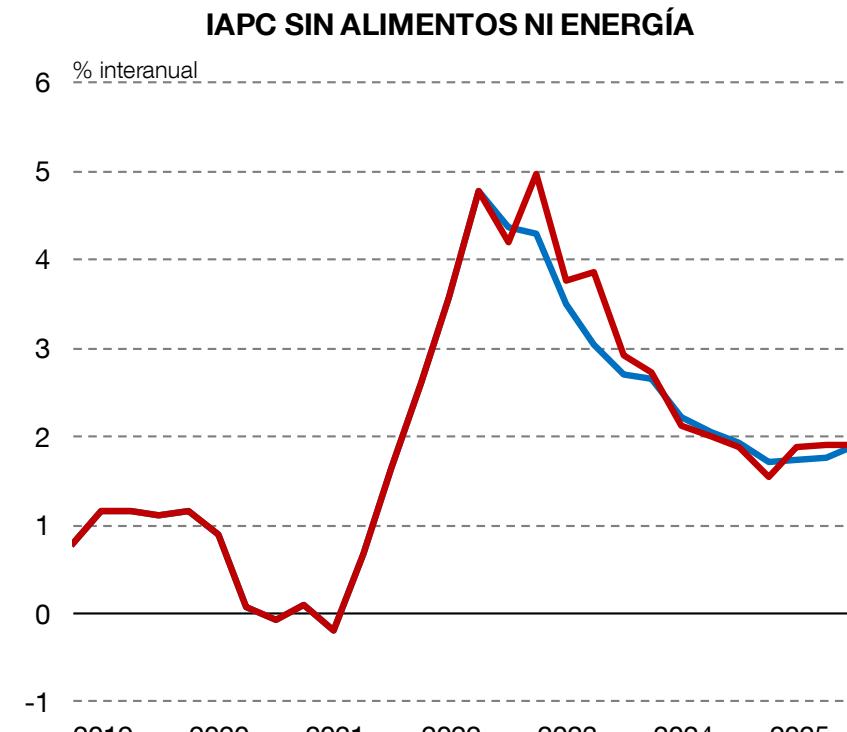
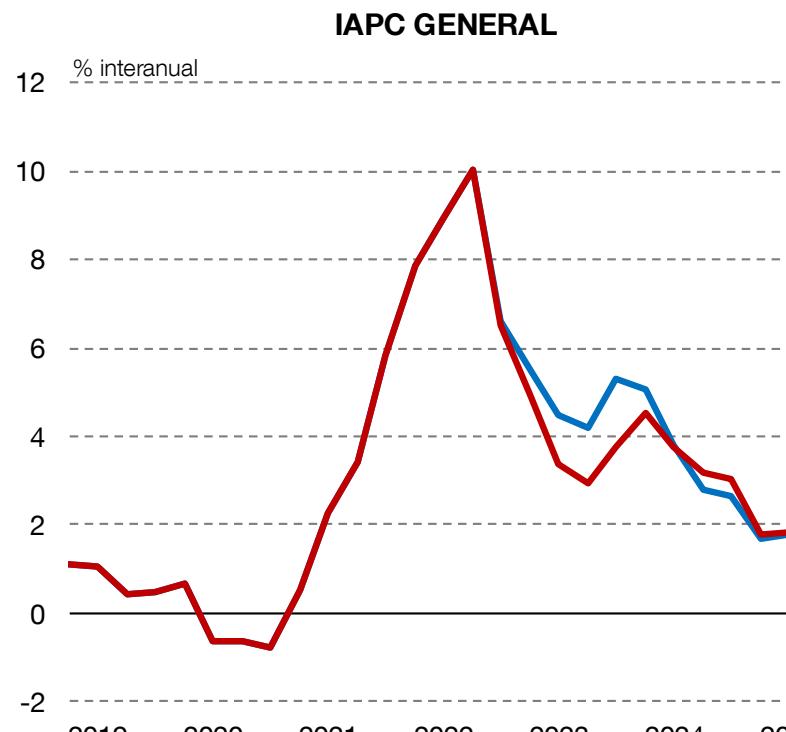
■ IT MARZO 2023

Cambios supuestos

Fuente: Banco de España.

# PREVISIONES DE INFLACIÓN

## REVISIÓN CON RESPECTO AL EJERCICIO DE PROYECCIONES DE DICIEMBRE



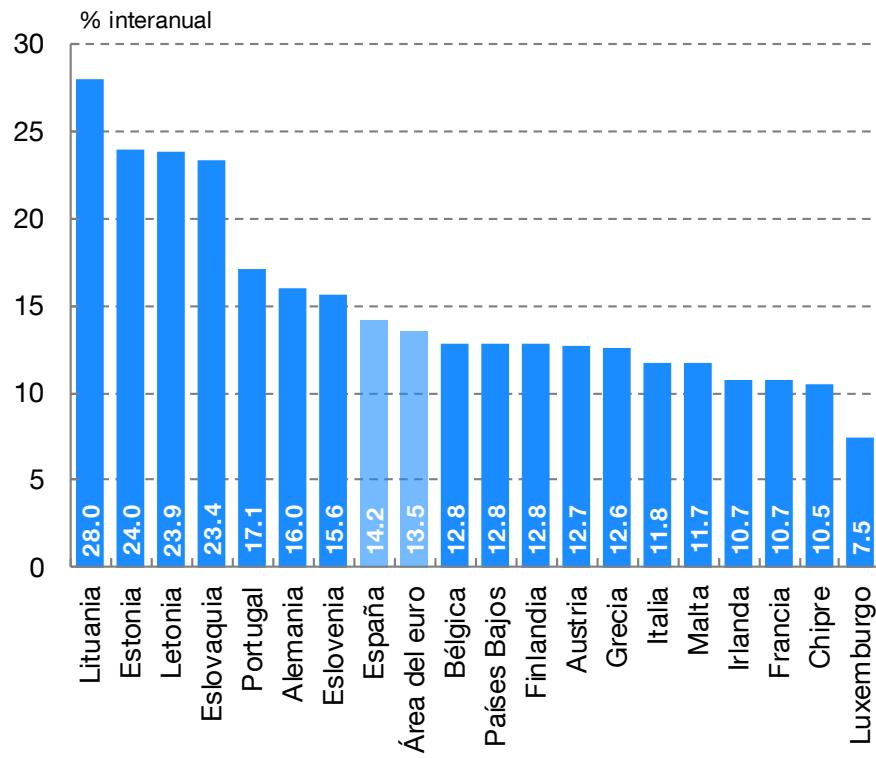
— DICIEMBRE DE 2022

— MARZO DE 2023

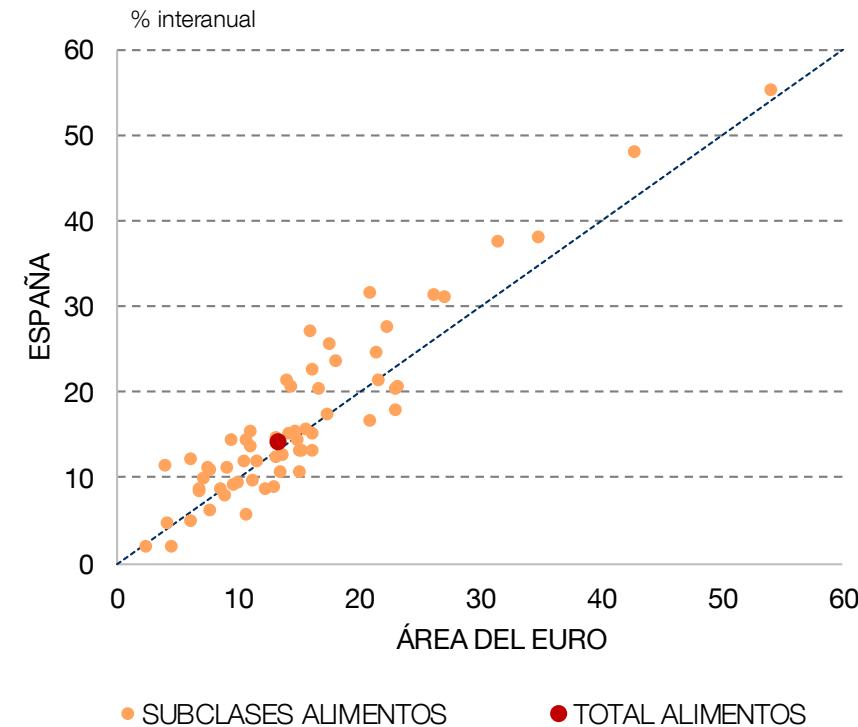
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

# EN 2022, LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS MOSTRARON RITMOS DE CRECIMIENTO SIMILARES EN ESPAÑA Y EN LA UEM, AUNQUE ESTOS FUERON MUY HETEROGRÉNEOS ENTRE SUBCLASES

IAPC DE ALIMENTOS, BEBIDAS Y TABACO POR PAÍSES DEL ÁREA DEL EURO (crecimiento interanual en IV TR 2022)



IAPC ALIMENTOS: VARIACIÓN INTERANUAL EN IV TR 2022 POR SUBCLASES EN EL ÁREA DEL EURO Y ESPAÑA

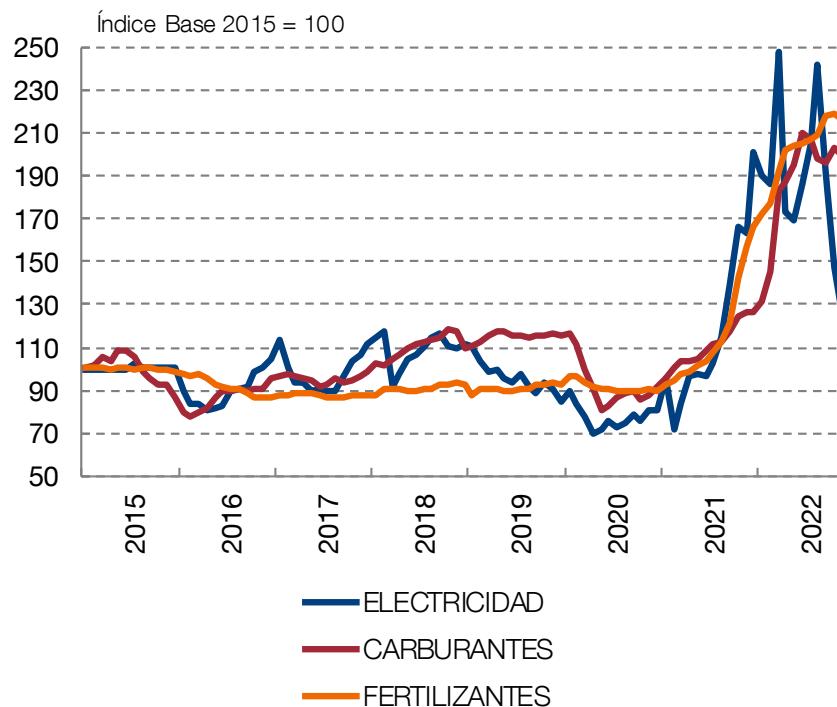


Fuente: F. Borrallo, L. Cuadro, M. Pacce e I. Sánchez (2023). "Evolución reciente de los precios al consumo de los alimentos en el área del euro y en España", Banco de España, de próxima publicación.

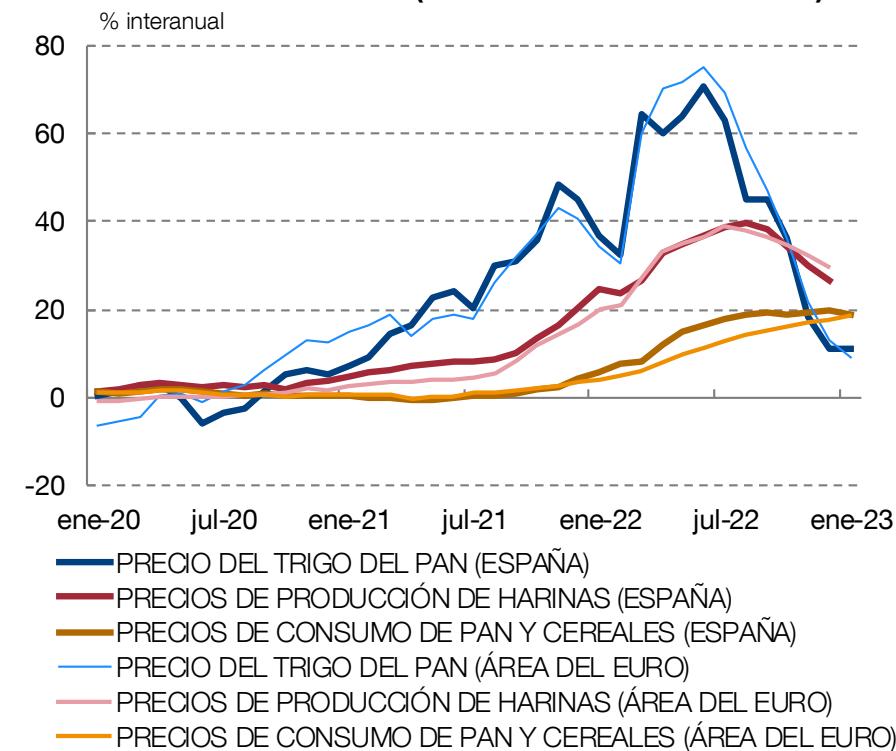
# EN GRAN MEDIDA, EL ENCARECIMIENTO DE LOS ALIMENTOS REFLEJA LA TRASLACIÓN GRADUAL A LOS PRECIOS DE LOS AUMENTOS DE COSTES QUE LOS PRODUCTORES HAN TENIDO RECENTEMENTE

- A modo de ilustración, el aumento de los precios una materia prima, como los cereales, se ha ido trasladando gradualmente a lo largo de toda la cadena de valor tanto en España como en la UEM: primero, a los precios industriales de los productos elaborados con cereales –como la harina– y, posteriormente, a los precios de consumo de pan y cereales

PRECIOS PAGADOS POR LOS AGRICULTORES EN ESPAÑA  
(INSUMOS SELECCIONADOS)



PRECIO DEL CEREAL EN LOS DISTINTOS ESTADIOS DE LA CADENA DE VALOR (ESPAÑA Y ÁREA DEL EURO)



Fuente: F. Borrallo, L. Cuadro, M. Pacce e I. Sánchez (2023). "Evolución reciente de los precios al consumo de los alimentos en el área del euro y en España", Banco de España, de próxima publicación.

## CUENTAS PÚBLICAS SÍNTESIS

En 2022, el déficit de las AAPP como porcentaje del PIB sería mayor que el anticipado en diciembre –aunque menor que el contemplado en la última previsión oficial del Gobierno–

En particular, los datos provisionales de la CN para el 4T22 muestran un repunte del consumo público en la última parte del año, al tiempo que se aprecia una notable desaceleración –mayor de la esperada– en la recaudación de los impuestos indirectos

Sin cambios apreciables, con respecto al ejercicio de diciembre, en cuanto a las proyecciones de gasto a financiar con los fondos NGEU en los próximos años

En 2023, en comparación con el ejercicio de proyecciones de diciembre, se contemplan medidas fiscales adicionales por una cuantía aproximada de 0,2 pp de PIB –rebaja del IVA de los alimentos, cheque a hogares vulnerables y nuevas ayudas a transportistas y empresas–

En ausencia de nuevas medidas, el déficit de las AAPP españolas se mantendrá en niveles elevados en los próximos años, incluso aunque no se produzca una reversión de los residuos fiscales positivos que se han observado en el periodo más reciente

# ÍNDICE

1. Proyecciones macroeconómicas 2023-2025
2. Principales fuentes de incertidumbre en los próximos trimestres
3. El reto estructural de elevar la productividad



# LA COYUNTURA ACTUAL SIGUE SIENDO EXTRAORDINARIAMENTE INCIERTA Y ESTÁ SUJETA A MÚLTIPLES FACTORES DE RIESGO DE UNA NATURALEZA MUY DIVERSA

Guerra en Ucrania

Magnitud y persistencia de las  
tensiones financieras actuales

Impacto de la reapertura de China  
en el crecimiento e inflación globales

Transmisión de la política monetaria

Transmisión de los aumentos/descensos  
de costes a los precios de consumo

Efectos de segunda vuelta sobre  
la inflación vía márgenes y/o salarios

Vulnerabilidad financiera de familias y empresas

Despliegue e impacto del programa NGEU

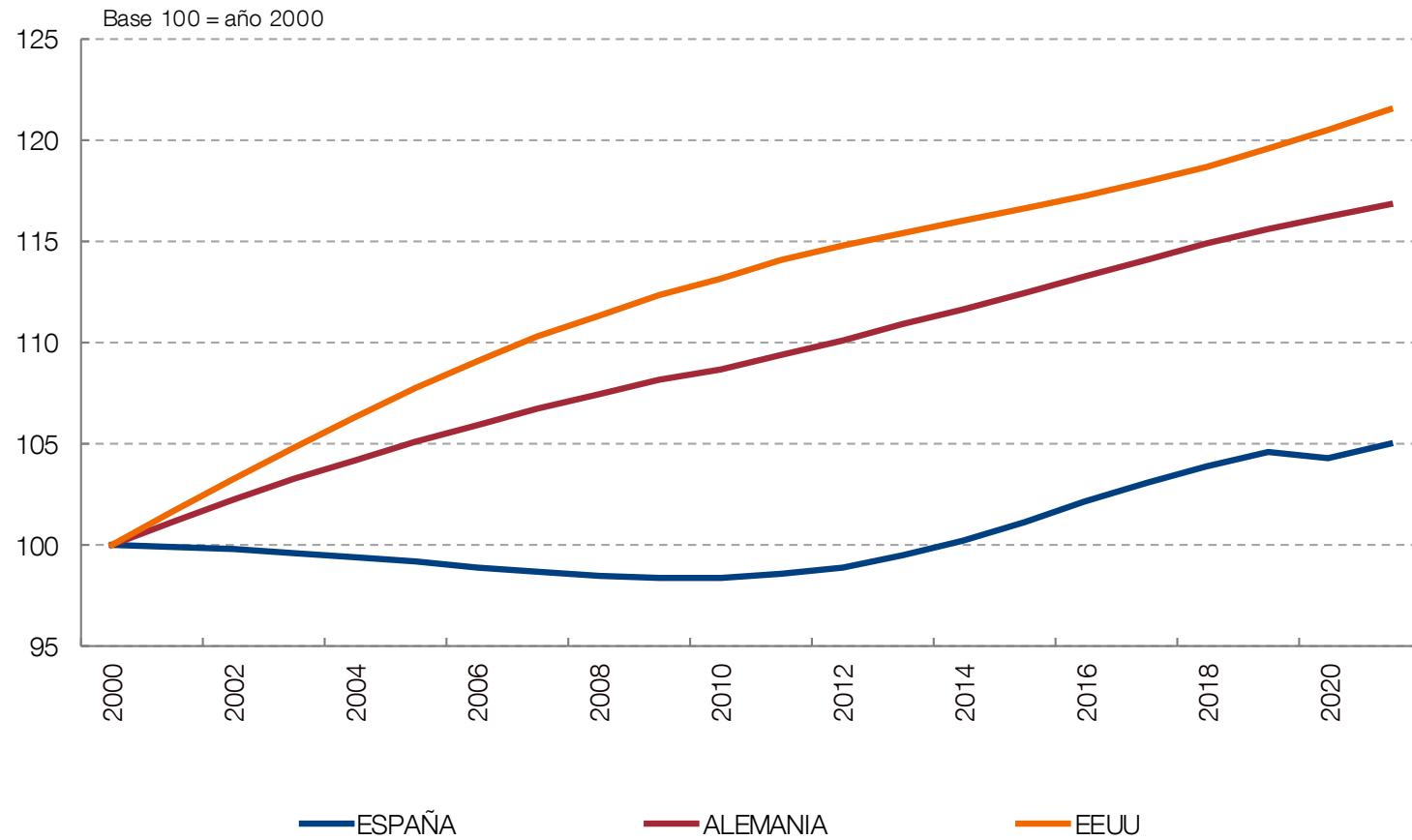


## ÍNDICE

- 1. Proyecciones macroeconómicas 2023-2025**
- 2. Principales fuentes de incertidumbre en los próximos trimestres**
- 3. El reto estructural de elevar la productividad**

EN LAS DOS ÚLTIMAS DÉCADAS, LA TASA DE CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD EN ESPAÑA HA SIDO MUY REDUCIDA Y HA ESTADO MUY POR DEBAJO DE LA DE OTRAS ECONOMÍAS DE REFERENCIA

### PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES



Fuente: Comisión Europea.

# LA BAJA PRODUCTIVIDAD AGREGADA EN NUESTRO PAÍS NO ES UN “PROBLEMA”, ES EL “SÍNTOMA” DE MÚLTIPLES DEFICIENCIAS/ANOMALÍAS QUE INTERACCIONAN ENTRE SÍ

Tamaño empresarial

(Re-) Asignación de recursos

Capital humano

Capital tecnológico / Innovación

Marco regulatorio / institucional

# TODOS LOS ASPECTOS ANTERIORES ESTÁN INTERRELACIONADOS ENTRE SÍ Y, A SU VEZ, TODOS ELLOS VIENEN CONDICIONADOS POR EL MARCO REGULATORIO / INSTITUCIONAL

Volumen y complejidad de la regulación

- [Mora-Sanguinetti y Soler \(2022\)](#); [Mora-Sanguinetti y Pérez-Valls \(2021\)](#); [De Lucio y Mora-Sanguinetti \(2022\)](#)

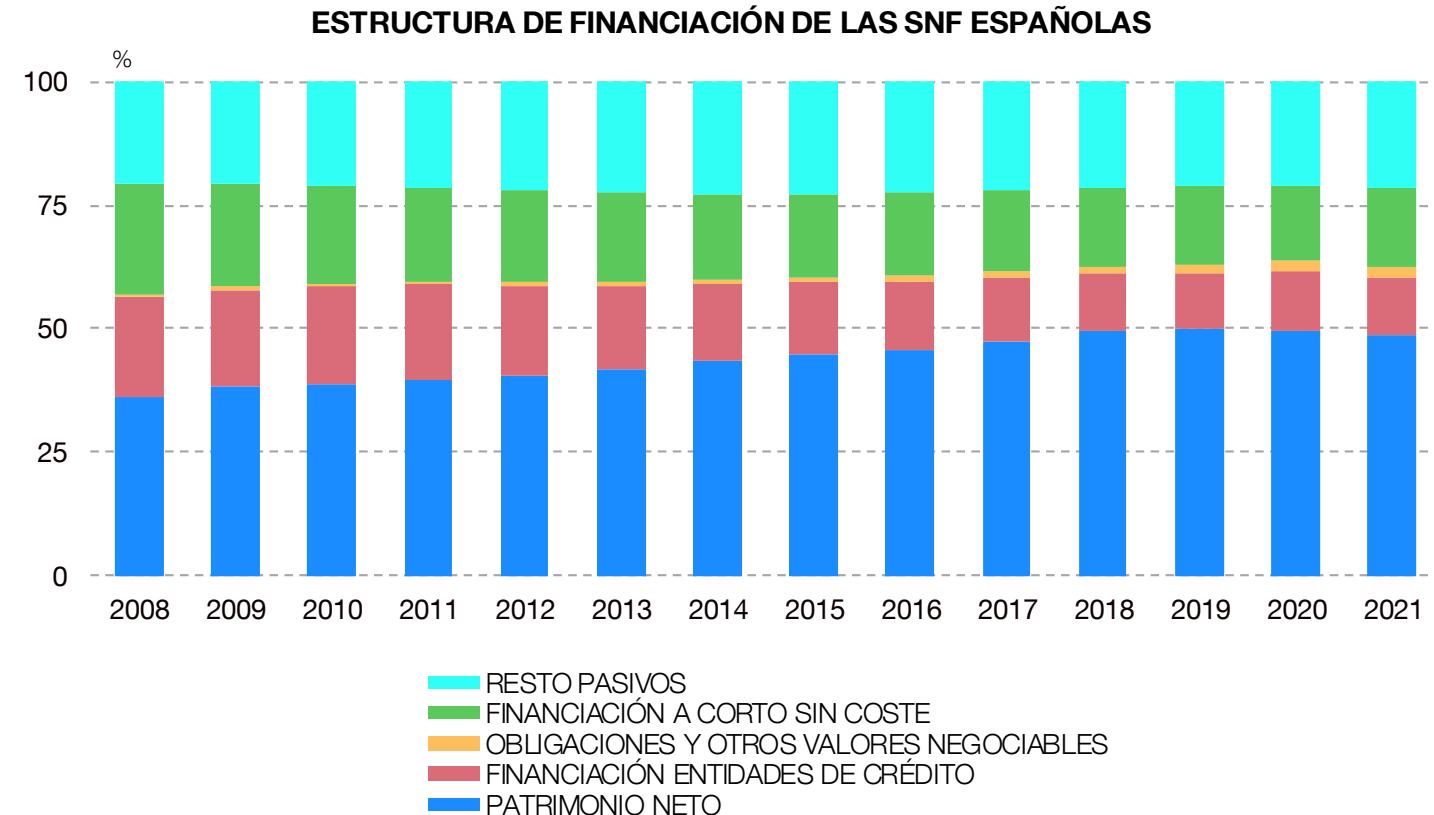
Mecanismos que condicionan la creación, el crecimiento y la disolución de las empresas

- Umbrales regulatorios [[Almuniay López-Rodríguez \(2018\)](#)]
- Acceso empresarial a distintas fuentes de financiación externas (p.e., capital riesgo)
- Atención a las nuevas iniciativas legislativas:
  - [Ley de creación y crecimiento de empresas](#)
  - [Reforma de la Ley Concursal](#)
  - [Proyecto de Ley de fomento del ecosistema de las empresas emergentes](#)

Mercado laboral y sistema educativo

- Atención a las nuevas iniciativas legislativas:
  - [Reforma laboral](#)
  - [Ley Orgánica de ordenación e integración de la Formación Profesional](#)
  - [Proyecto de Ley de Empleo](#)

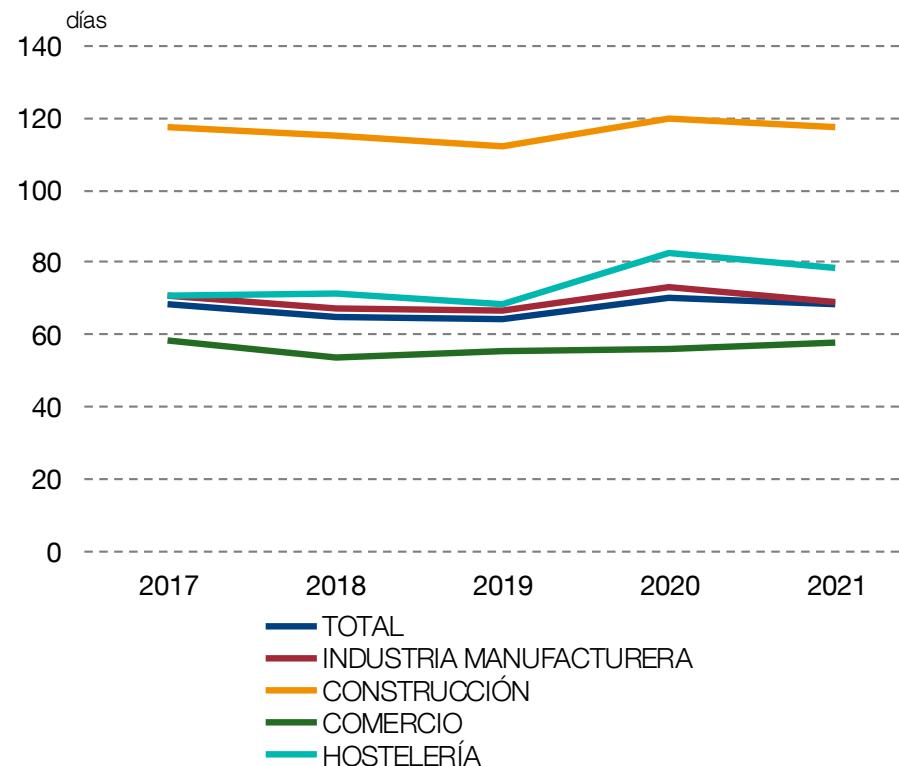
# ES IMPORTANTE TENER EN CUENTA LA ESTRUCTURA ACTUAL DE FINANCIACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS ...



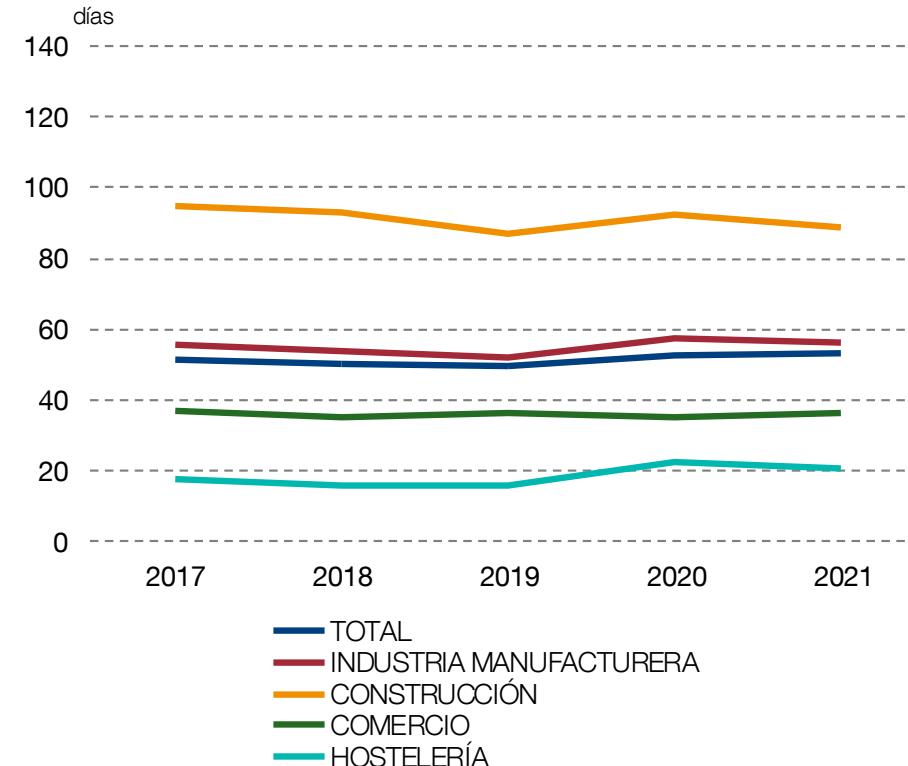
Fuente: Banco de España.

# ... QUE ES MUY HETEROGÉNEA ENTRE EMPRESAS Y SECTORES: EL EJEMPLO DE LOS PERIODOS MEDIOS DE PAGO A PROVEEDORES Y DE COBRO A CLIENTES

PERÍODO MEDIO DE PAGO A PROVEEDORES (a)



PERÍODO MEDIO DE COBRO A CLIENTES (b)



Fuente: Banco de España.

a. Calculado como  $\frac{[(\text{Saldo fin de año acreedores comerciales no corrientes} + \text{saldo de proveedores, neto de anticipos a proveedores}) / (\text{Importe de las compras} + \text{trabajos realizados por otras empresas} + \text{IVA soportado de proveedores por operaciones interiores})] * 365}{}$

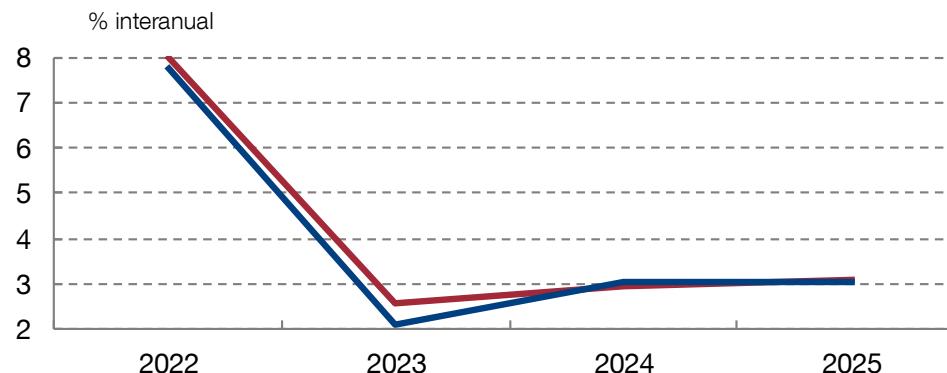
b. Calculado como  $\frac{[(\text{Saldo fin de año deudores comerciales no corrientes} + \text{saldo de clientes, neto de anticipos de clientes}) / (\text{Importe neto de la cifra de negocios} + \text{IVA repercutido a clientes por operaciones interiores})] * 365}{}$

GRACIAS POR SU ATENCIÓN

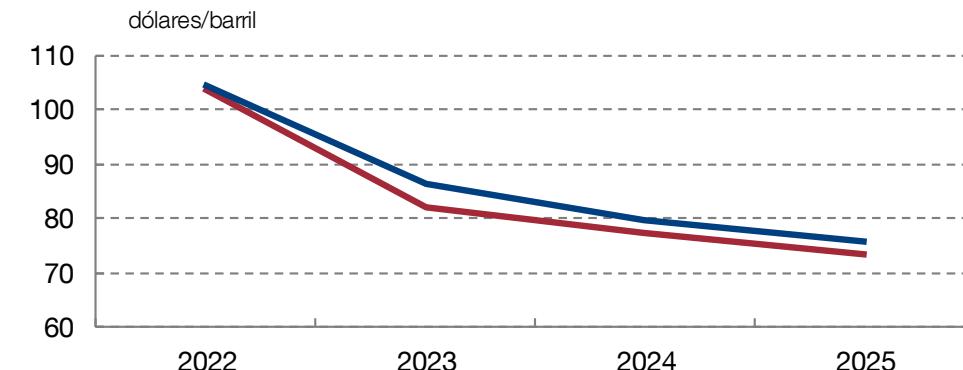


# SUPUESTOS SOBRE EL ENTORNO INTERNACIONAL Y LAS CONDICIONES FINANCIERAS

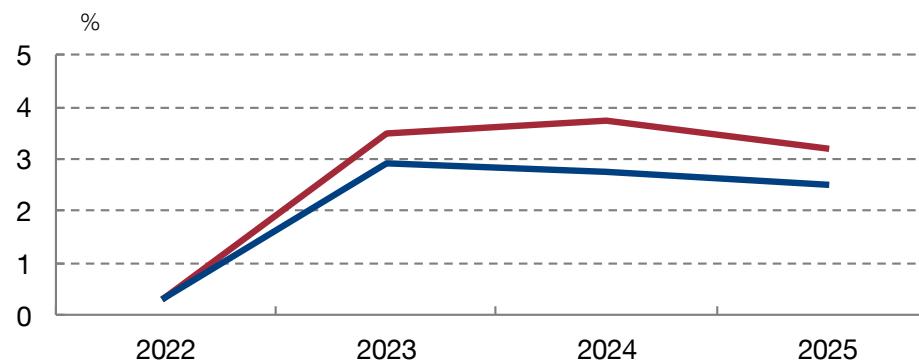
## MERCADOS DE EXPORTACIÓN



## PRECIO DEL PETRÓLEO



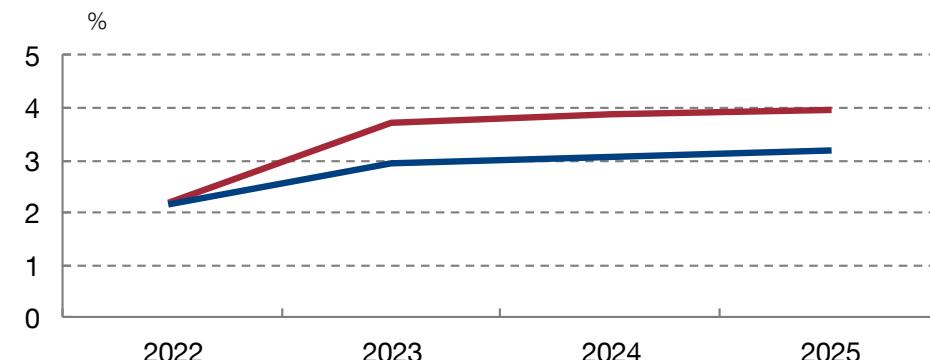
## TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO



MARZO DE 2023

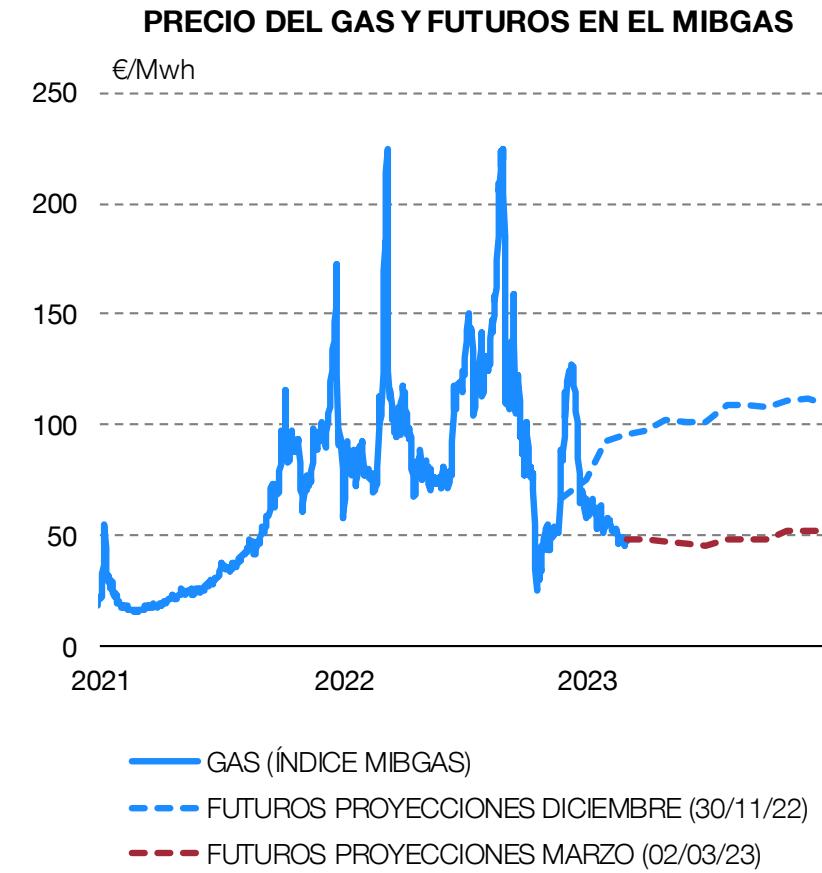
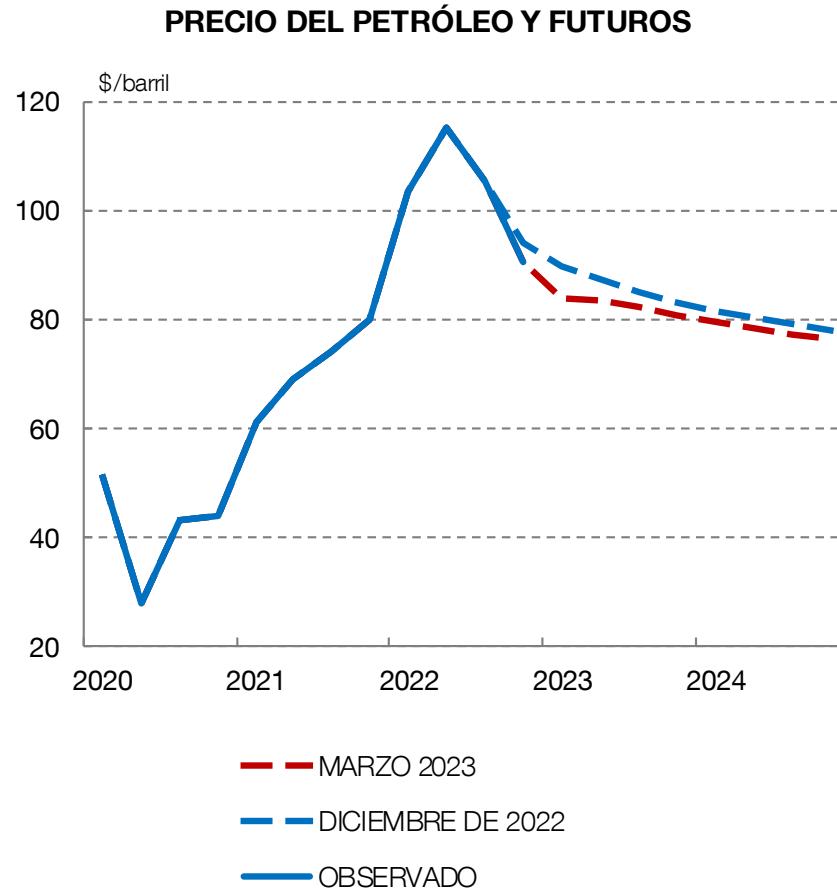
DICIEMBRE DE 2022

## TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO



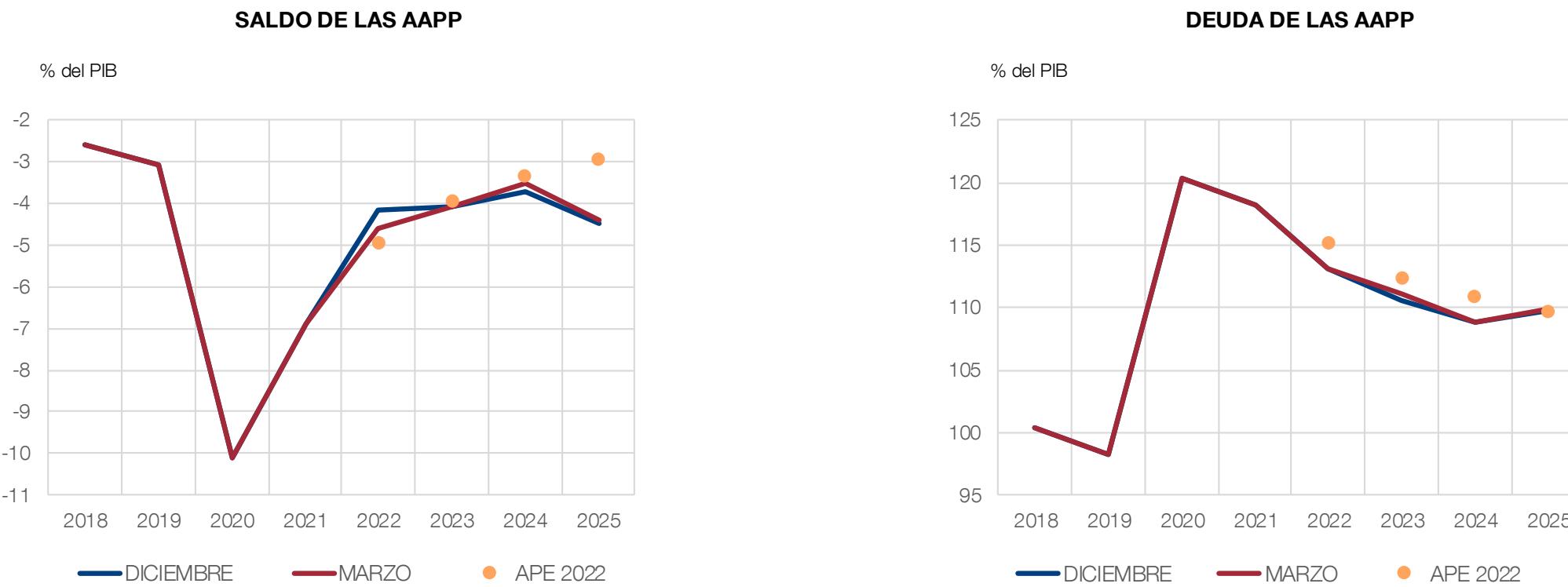
Fuentes: Banco de España y Banco Central Europeo.

# SUPUESTOS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO Y DEL GAS



Fuentes: Mibgas, Reuters y Banco de España.

# EVOLUCIÓN PREVISTA DEL SALDO Y DE LA DEUDA DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS

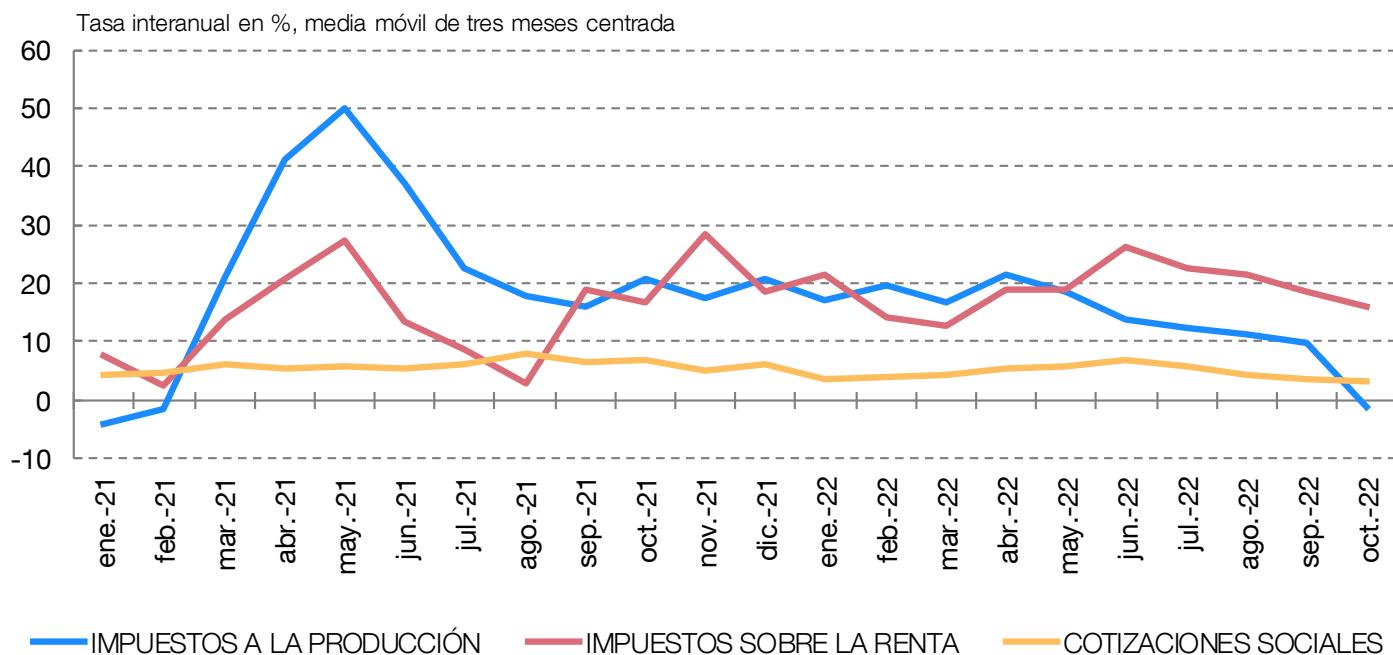


Fuentes: Intervención General de la Administración del Estado, Instituto Nacional de Estadística, Actualización del Programa de Estabilidad (abril 2022) y Banco de España.

# EN LOS MESES FINALES DE 2022, SE HA PRODUCIDO UNA NOTABLE DESACELERACIÓN EN LA RECAUDACIÓN DE LOS IMPUESTOS A LA PRODUCCIÓN

- La recaudación de los impuestos a la producción registró tasas interanuales negativas en octubre y noviembre, situándose dicha recaudación por debajo de lo que justificarían las rebajas de impuestos aprobadas y el comportamiento de las bases macroeconómicas de estos impuestos

## EVOLUCIÓN DE LA RECAUDACIÓN IMPOSITIVA (a)

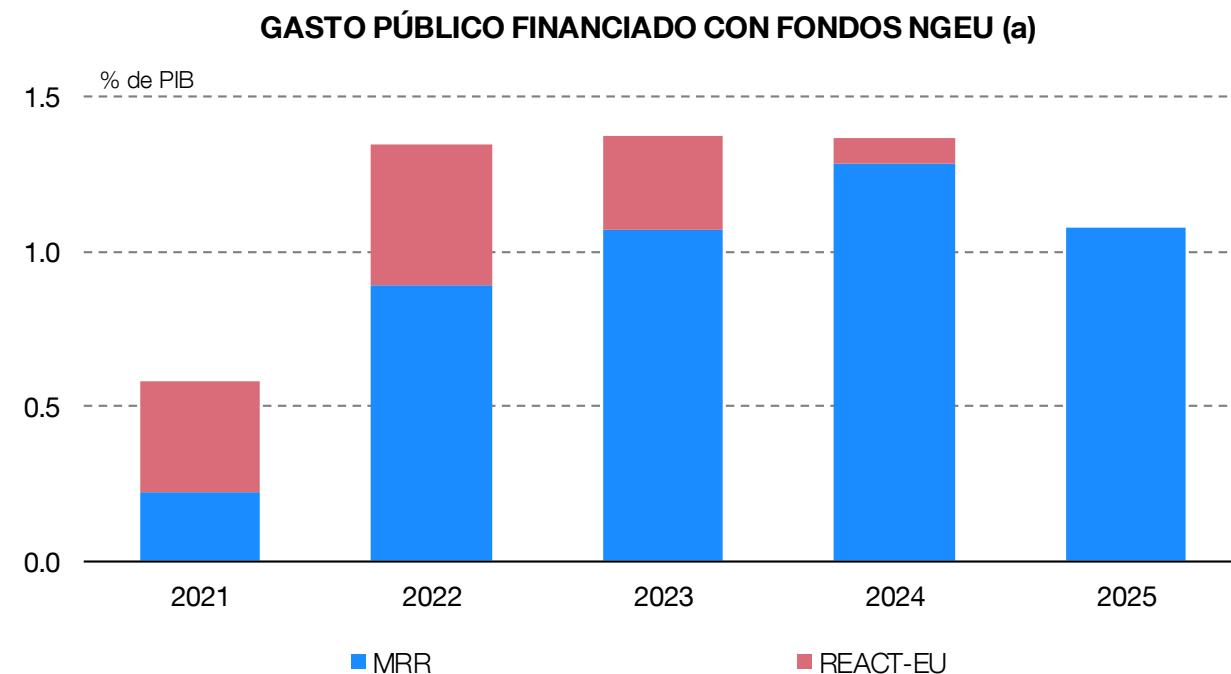


Fuentes: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

(a) Correspondiente al agregado de AAPP excluyendo CCLL (último dato disponible: noviembre de 2022). Los impuestos sobre la renta incluyen el IRPF, Impuesto sobre Sociedades y otros impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio. Los impuestos a la producción incluyen todos los gravámenes indirectos sobre los productos, la producción y las importaciones (IVA, especiales, ITPAJD, etc.).

## SIN CAMBIOS APRECIABLES, CON RESPECTO AL EJERCICIO DE DICIEMBRE, EN CUANTO A LAS PROYECCIONES DE GASTO A FINANCIAR CON LOS FONDOS NGEU EN LOS PRÓXIMOS AÑOS

- De acuerdo con la [última ola de la EBAE](#), un 16,5% de las empresas en la muestra ha realizado alguna solicitud de estos fondos europeos y algo más de un 10% adicional planea realizar alguna solicitud a lo largo de este año
- Entre las empresas solicitantes, un 44% –equivalente a un 7,3% del total de la muestra– ya ha recibido una resolución favorable, y un 35% adicional –casi un 6% del total– está esperando la resolución
- Por ramas, las empresas del sector del transporte han sido particularmente activas en estas solicitudes



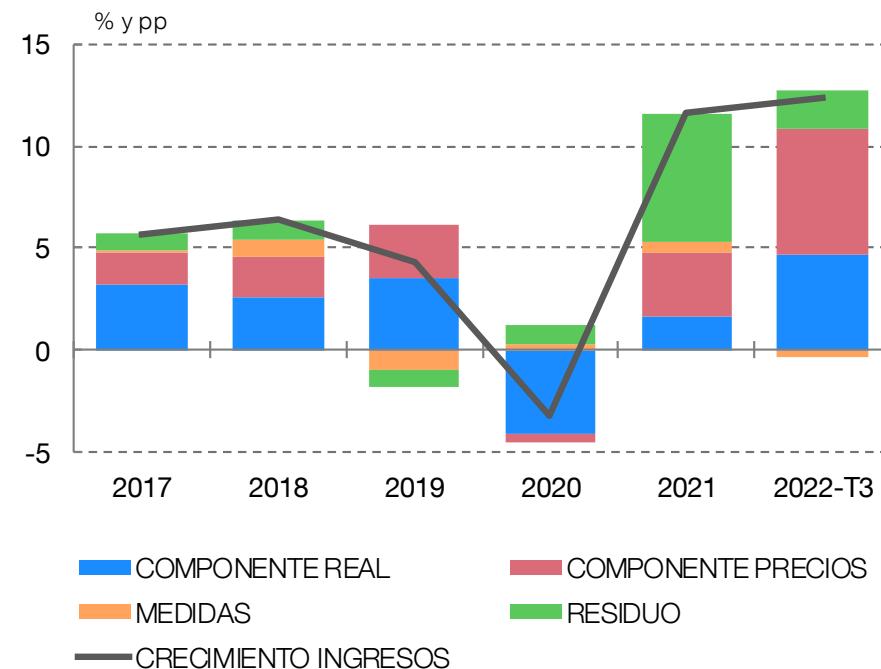
Fuente: Banco de España, a partir de la web de convocatorias del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR).

(a) El programa *Next Generation EU (NGEU)* tiene varios componentes, de los cuales los dos más importantes son el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) y el REACT-EU.

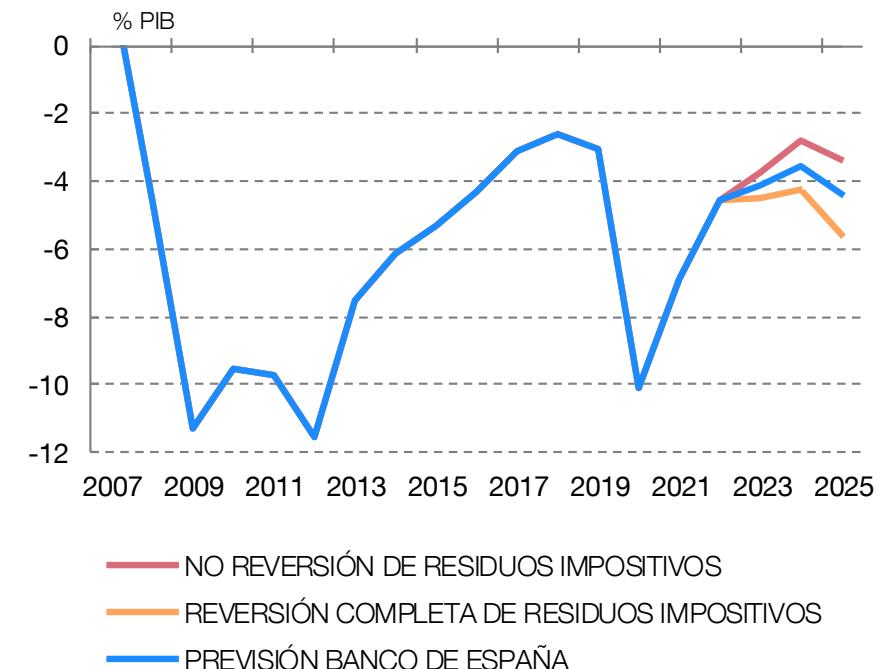
# A FUTURO, UN ELEMENTO IMPORTANTE A TENER EN CUENTA ES LA EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS PÚBLICOS, QUE HAN VENIDO MOSTRANDO RESIDUOS POSITIVOS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

- Incluso aunque estos residuos –esto es, la parte del aumento de la recaudación que no puede explicarse por la evolución de la actividad económica, los precios o las medidas fiscales aprobadas– no se corrijan hacia delante, el aumento previsto del gasto público implicará que el déficit de las AAPP españolas se mantendrá en niveles relativamente elevados en los próximos años

INGRESOS TOTALES (a)  
CREENCIERTO Y CONTRIBUCIONES



SALDO DE LAS AAPP



Fuente: Banco de España, a partir de información de la IGAE, el INE y la AEAT.

Para más detalles, véase "[Los ingresos públicos tras la pandemia. Residuos fiscales e inflación](#)", Artículo de Boletín de este Informe Trimestral, Banco de España.

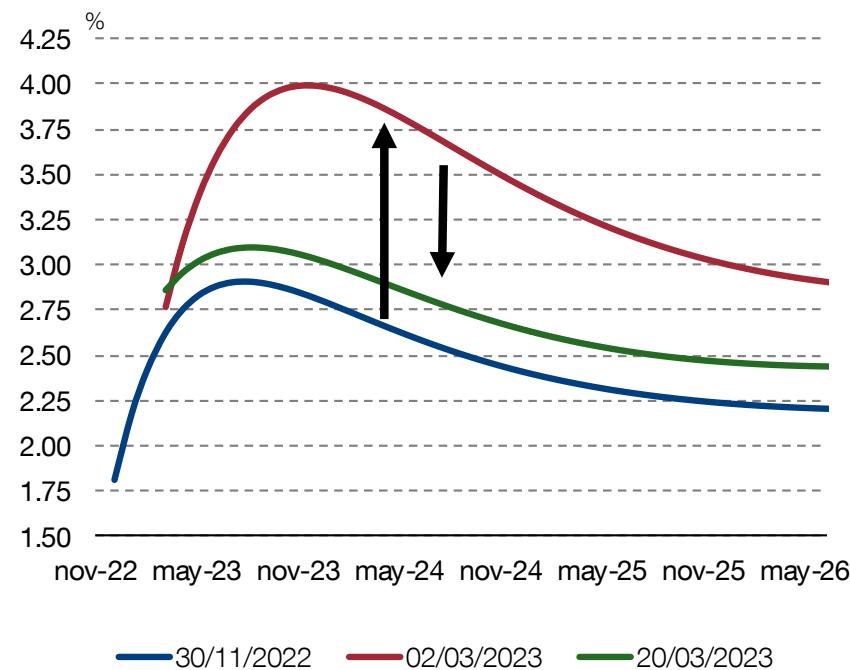
(a) Se incluyen el IVA, el IRPF, las Cotizaciones Sociales y el Impuesto sobre Sociedades.



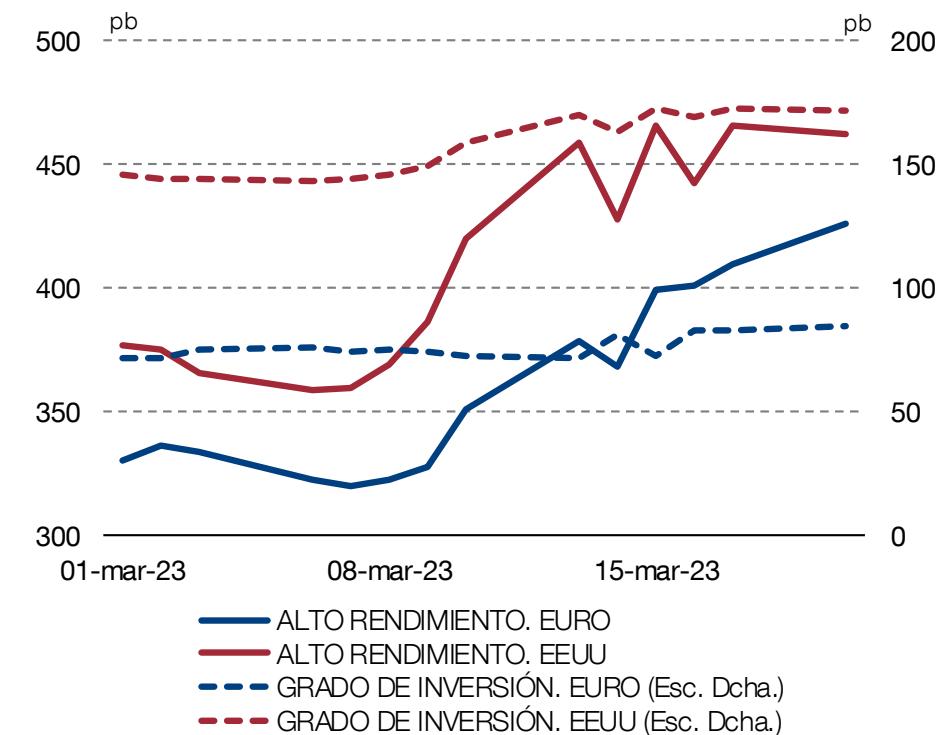
# DE CARA AL FUTURO MÁS INMEDIATO, NO ES POSIBLE PRECISAR LA MAGNITUD Y PERSISTENCIA DE LAS TENSIONES QUE SE HAN DESENCADENADO RECENTEMENTE EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

- En los últimos días, dichas tensiones han afectado de forma muy acusada a las perspectivas de los inversores en cuanto al curso futuro de la política monetaria de los principales bancos centrales mundiales –siendo estas ya sensiblemente diferentes de las que se contemplaron en el ejercicio de proyecciones más reciente del BdE o de BCE–
- También han generado un considerable aumento de la volatilidad y de la aversión al riesgo en los mercados financieros globales, que probablemente ejerza un cierto efecto adverso sobre el desarrollo de la actividad económica en los próximos trimestres

OIS €STR FORWARD INSTANTÁNEO UEM



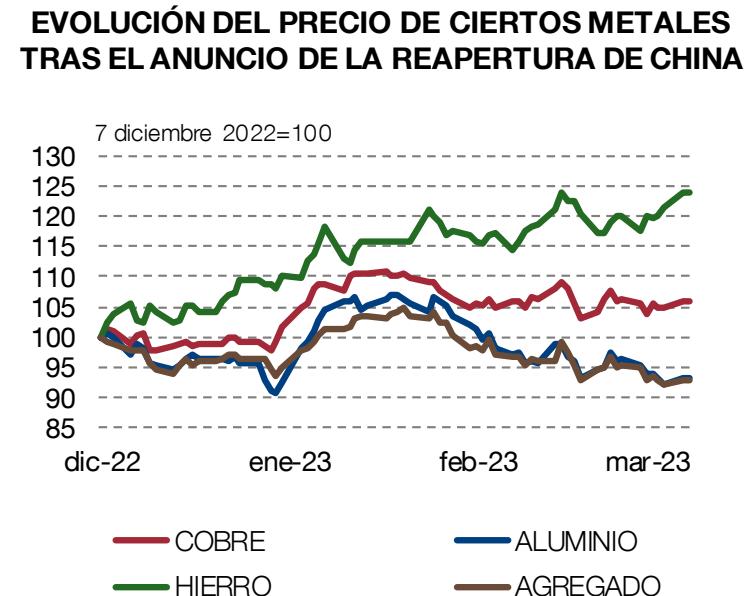
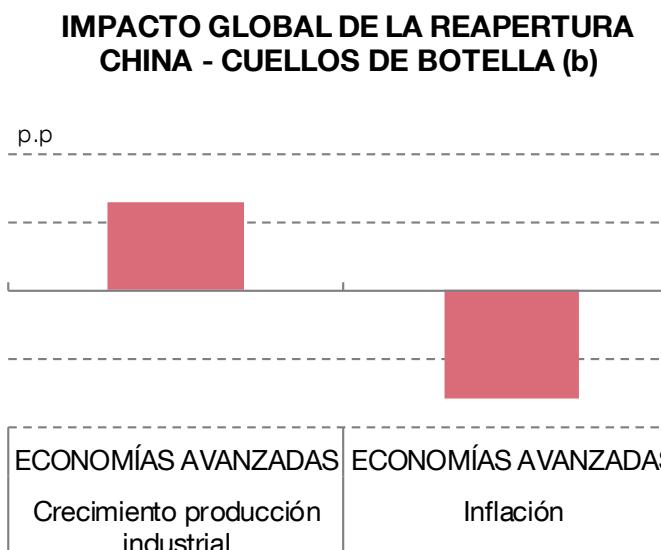
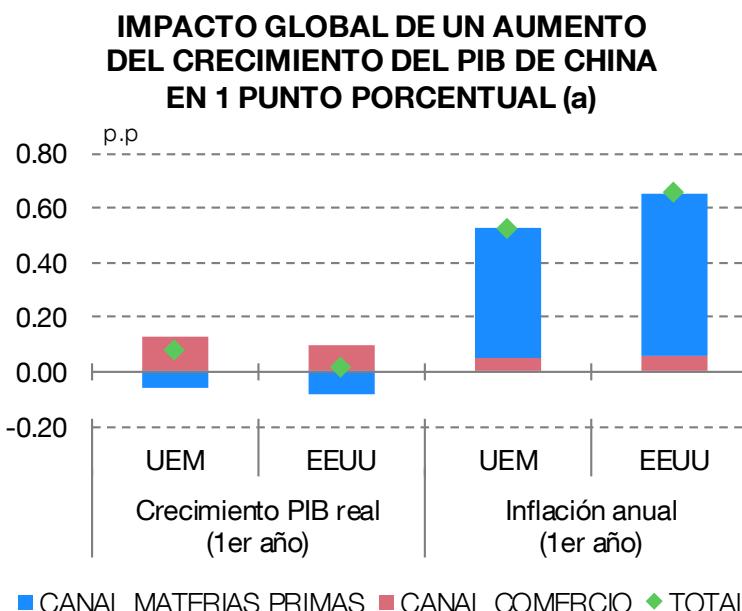
BONOS DE SOCIEDADES NO FINANCIERAS. DIFERENCIALES DE LOS TIPOS DE INTERÉS RESPECTO A LA CURVA SWAP



Fuentes: Refinitiv Datastream y Banco de España. Último dato observado: 20/03/2023

# LA «REAPERTURA» DE LA ECONOMÍA CHINA PUEDE IMPACTAR SOBRE LA INFLACIÓN A ESCALA GLOBAL A TRAVÉS DE DISTINTOS CANALES

- Por un lado, **un mayor crecimiento en China impulsaría la demanda a nivel 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** 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 es muy incierto** y dependerá, entre otros factores, de la propia composición de la recuperación económica en China. Por el momento, los precios de las materias primas –y sus futuros– permanecen relativamente contenidos



Fuentes: Banco de España y Refinitiv. Último dato observado: 13 de marzo (derecha).

(a) Simulaciones con el modelo NiGEM considerando un aumento de la demanda interna de China (al que el consumo contribuye un 80%) de 1 punto porcentual durante un año (canal comercial), y un aumento del precio del petróleo del 9,5% y del 8,5% en el caso del precio de los metales industriales (Kolerus et al. 2016) (canal precio de las materias primas).

(b) Estimaciones realizadas a través de un VAR estructural para un panel de seis economías avanzadas (EEUU, RU y las cuatro principales economías del área del euro - España, Francia, Italia y Alemania) entre 2010 y 2020. Se simula una caída del índice textual de cuellos de botella elaborado por Banco de España hasta el nivel pre-covid.

# EXISTE UNA CONSIDERABLE INCERTIDUMBRE EN CUANTO AL PROCESO DE TRANSMISIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL CONTEXTO ACTUAL

En España, la traslación de las subidas en los tipos de interés de mercado al coste de las nuevas operaciones bancarias está siendo algo más lenta que en otros episodios de endurecimiento anteriores –y que en otras economías de la UEM–

En todo caso, el impacto del repunte de los tipos de interés sobre el coste medio de la deuda del sector privado –que ha sido limitado hasta ahora– se acentuará en los próximos meses

Por otra parte, se está observando un endurecimiento en los criterios de aprobación de préstamos por parte de la entidades, lo que históricamente suele estar asociado con un descenso –con un cierto retardo– en los flujos de crédito al sector privado

En conjunto, estos desarrollos incidirán negativamente sobre el consumo de los hogares –con una intensidad heterogénea en función, entre otros factores, del volumen de ahorro que tengan disponible y de su régimen de tenencia de vivienda– ...

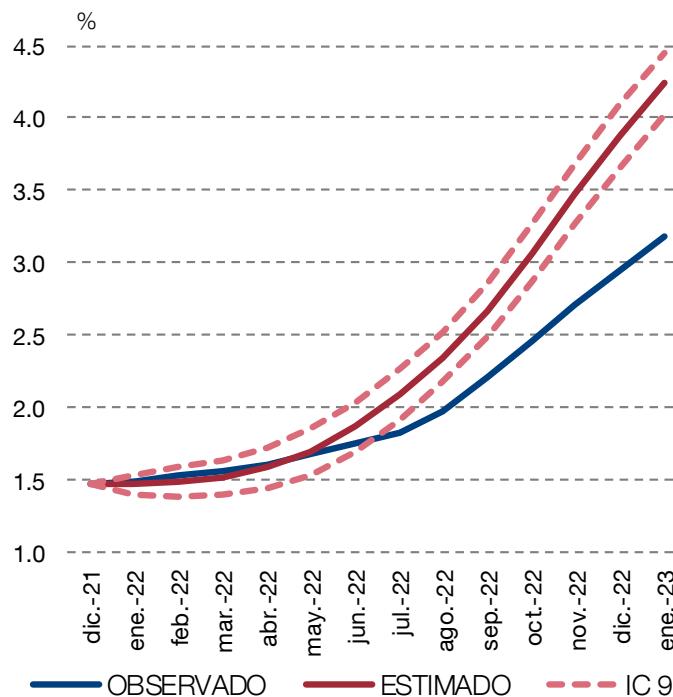
... y sobre la inversión empresarial y en vivienda

No obstante, la velocidad y la intensidad con la que las decisiones de política monetaria acabarán impactando sobre la actividad son muy inciertas y dependerán de la interacción de múltiples factores –niveles y vencimientos de deuda, tipos de interés de la deuda, respuesta de otras políticas económicas, rapidez y cuantía acumulada del endurecimiento monetario, ...– que han cambiado sensiblemente con respecto a los observados en otros episodios previos de incremento de los tipos de interés

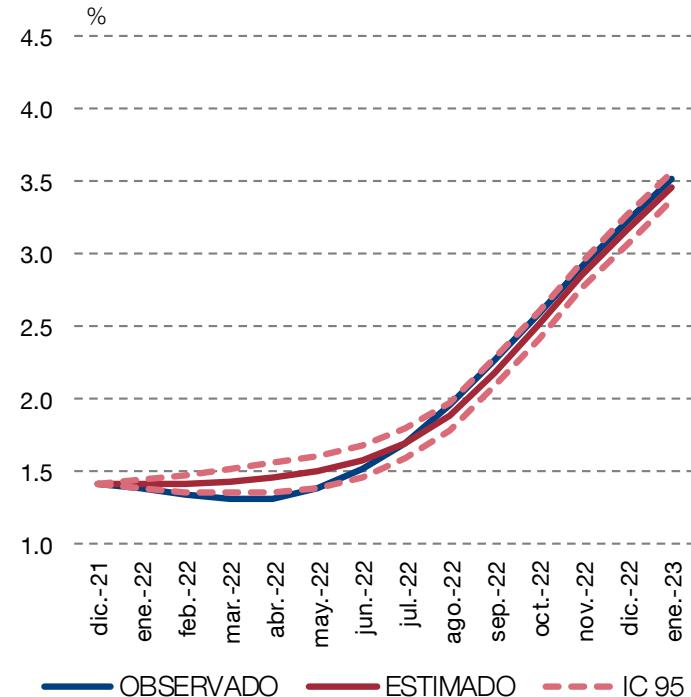


# TRASLACIÓN DE LAS SUBIDAS EN LOS TIPOS DE INTERÉS DE MERCADO AL COSTE DE LAS NUEVAS OPERACIONES BANCARIAS EN ESPAÑA

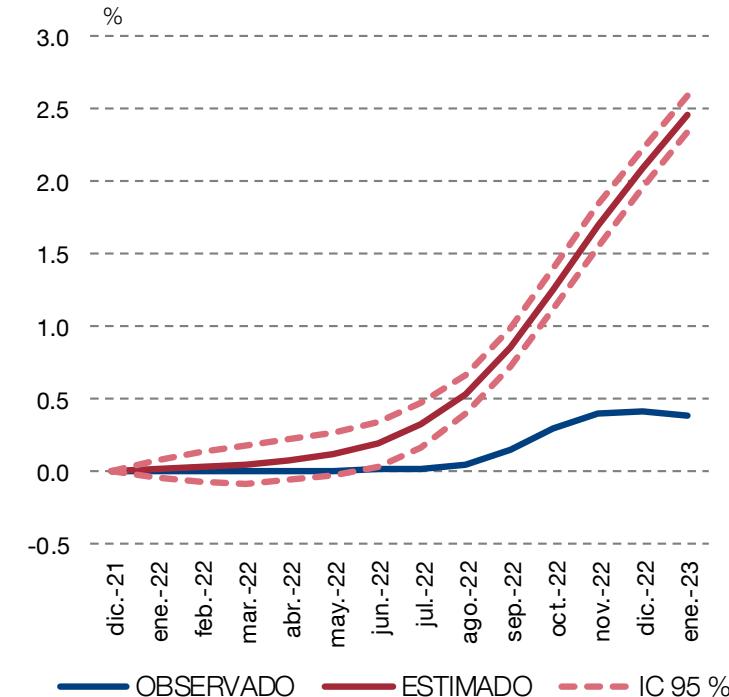
CRÉDITO A HOGARES PARA VIVIENDA. A MÁS DE UN AÑO (a)



CRÉDITO A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. HASTA UN AÑO (a)



DEPÓSITOS DE HOGARES. HASTA UN AÑO (a)



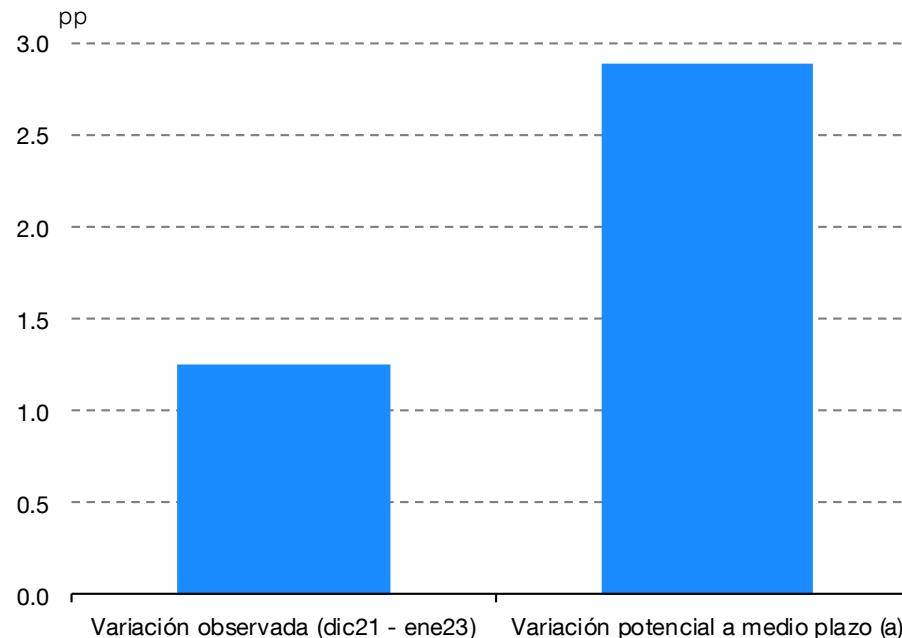
Fuente: Banco de España. Último dato observado: enero 2023.

(a) Los tipos de interés son TEDR (excluyen gastos conexos, como primas por seguros de amortización y comisiones) y son ciclo tendencia, es decir, están ajustados por estacionalidad y componente irregular (alteraciones sin una pauta periódica ni tendencial reconocible), por lo que están sujetos a posibles revisiones como resultado de la reestimación de estos componentes al incorporarse nuevas observaciones. El plazo se refiere a la frecuencia con la que se revisa el tipo de interés.

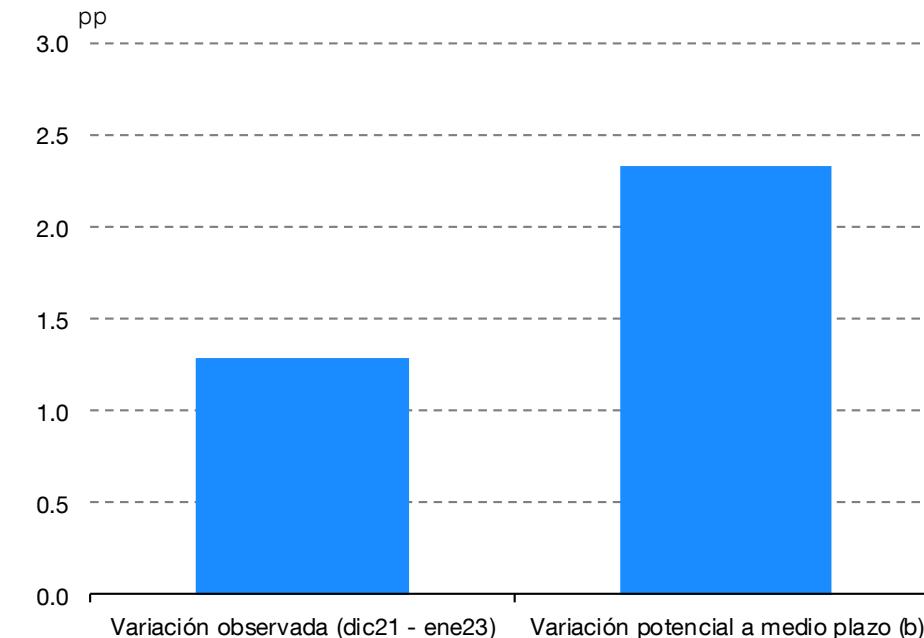


# EL IMPACTO DEL REPUNTE DE LOS TIPOS DE INTERÉS SOBRE EL COSTE MEDIO DE LA DEUDA DEL SECTOR PRIVADO –QUE HA SIDO LIMITADO HASTA AHORA– SE ACENTUARÁ EN LOS PRÓXIMOS MESES

VARIACIÓN DEL COSTE MEDIO DE LA DEUDA DE LOS HOGARES ASOCIADA A PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA



VARIACIÓN DEL COSTE MEDIO DE LA DEUDA DE LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS



Fuente: Banco de España.

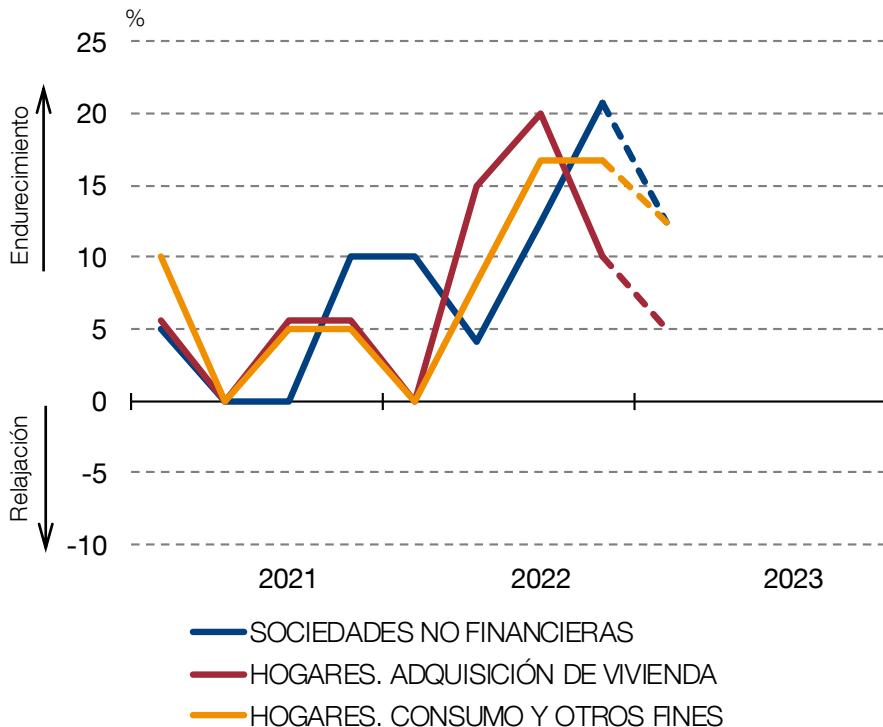
(a) Se calcula multiplicando la proporción del saldo vivo de la deuda a tipo de interés variable (a junio de 2022) por la subida acumulada del Euribor a 12 meses desde finales de diciembre de 2021.

(b) Se calcula multiplicando la proporción del saldo vivo de la deuda bancaria con vencimiento residual inferior a un año o cuyo tipo de interés se renueva en los próximos 12 meses (a septiembre de 2022) por la subida acumulada del Euribor a 3 meses desde finales de diciembre de 2021.

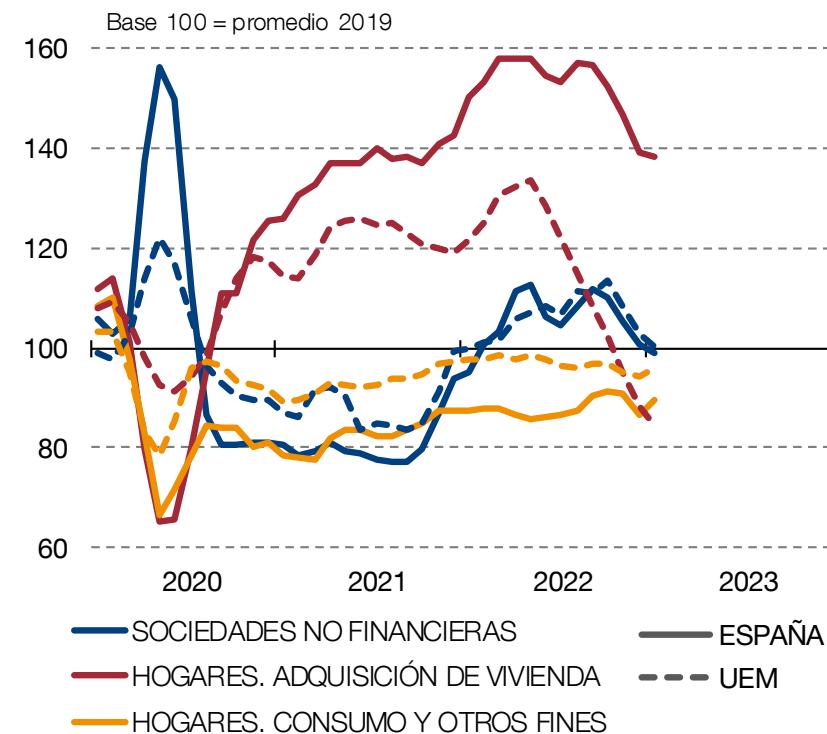


# CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS –SEGÚN LA ENCUESTA DE PRÉSTAMOS BANCARIOS (EPB) DEL BANCO DE ESPAÑA– Y NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO

VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS EN ESPAÑA (a)



NUEVAS OPERACIONES (b)



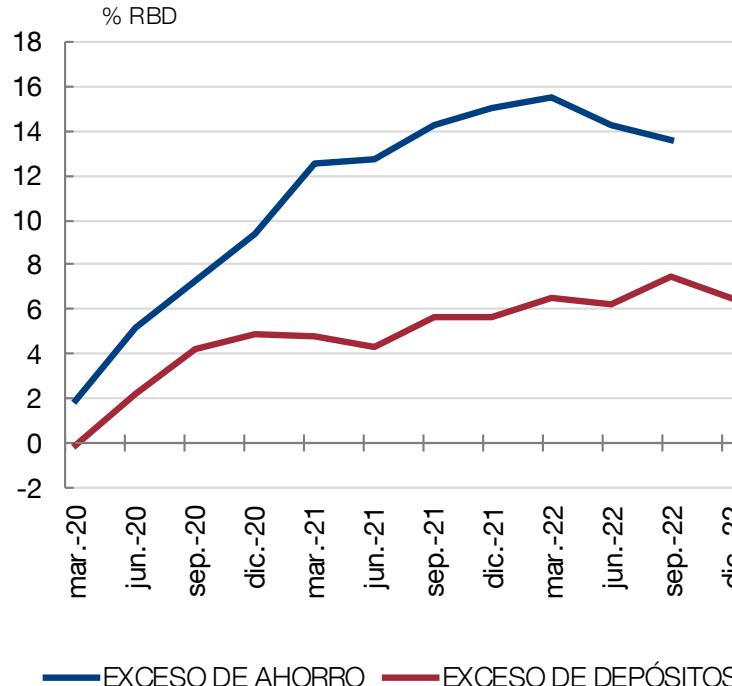
Fuente: Banco de España. Último dato observado: IV TR 2022 (EPB) y enero de 2023 (nuevas operaciones).

(a) Indicador = porcentaje de entidades que han endurecido los criterios considerablemente  $\times 1$  + porcentaje de entidades que han endurecido los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  – porcentaje de entidades que han relajado los criterios en cierta medida  $\times 1/2$  – porcentaje de entidades que han relajado los criterios considerablemente  $\times 1$ .

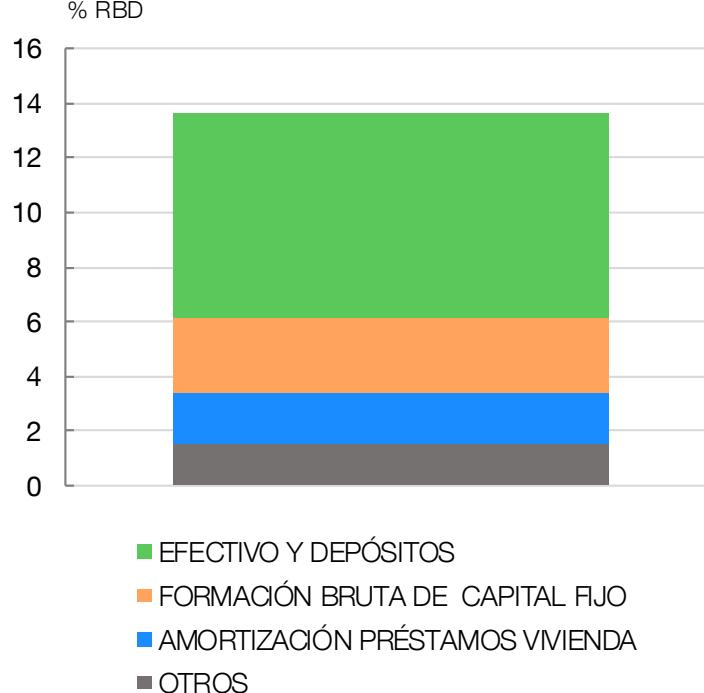
(b) Las series de la financiación bancaria incluyen la concedida tanto por las entidades de crédito como por los establecimientos financieros de crédito y excluyen las nuevas operaciones que son renegociaciones de créditos anteriores. Todas las series están desestacionalizadas y se corresponden con el acumulado de los últimos tres meses.

# EL REPUNTE DE LOS TIPOS INCIDIRÁ SOBRE EL CONSUMO DE LOS HOGARES –CON UNA INTENSIDAD HETEROGÉNEA EN FUNCIÓN DEL AHORRO DISPONIBLE Y DEL RÉGIMEN DE TENENCIA DE VIVIENDA–

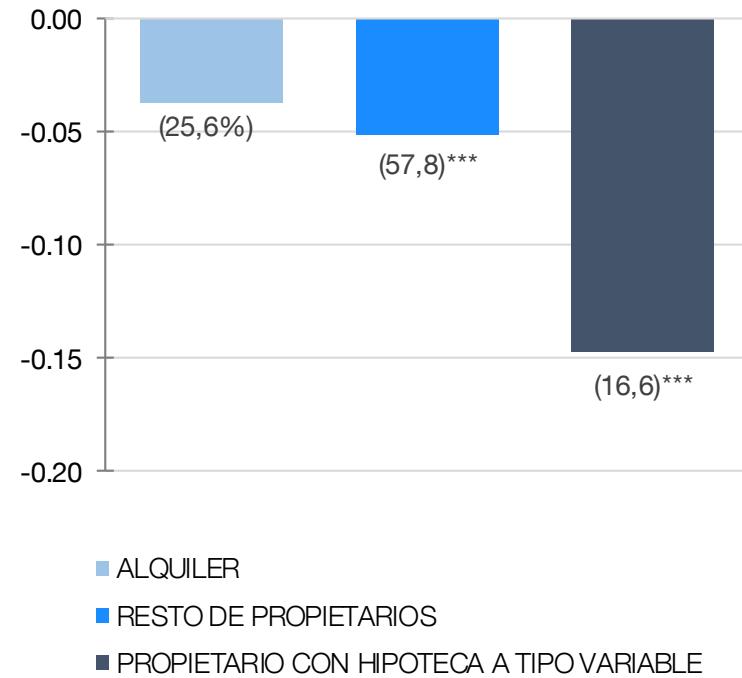
**ACUMULACIÓN DE AHORRO BRUTO Y DE DEPÓSITOS EN EXCESO DE LO OBSERVADO EN 2019 (a)**



**DESTINOS DEL AHORRO ACUMULADO EN 2020-2022T3 EN EXCESO DE LO OBSERVADO EN 2019 (a)**



**IMPACTO DE CAMBIOS EN LAS EXPECTATIVAS DE TIPOS DE INTERÉS HIPOTECARIOS SOBRE EL CRECIMIENTO ESPERADO DEL CONSUMO (b)**



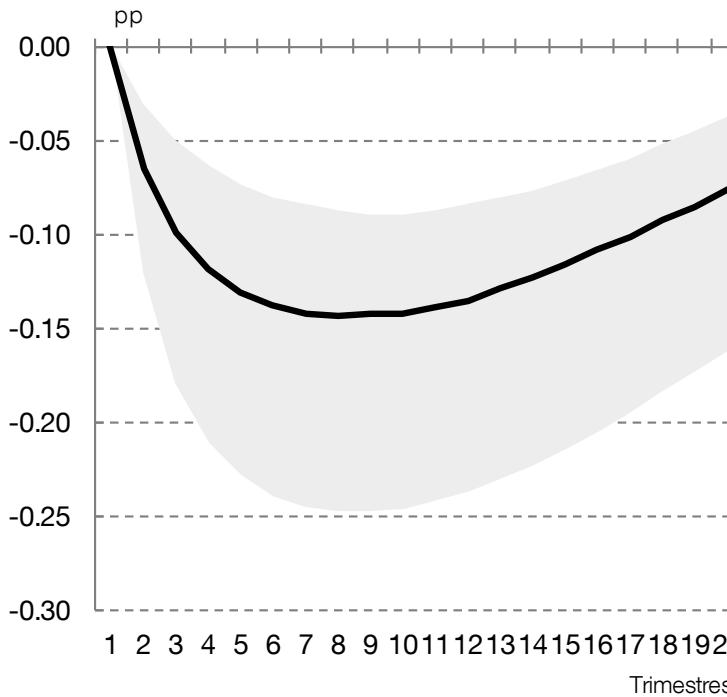
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, Banco de España y Encuesta de Expectativas del Banco Central Europeo (CES). Para más detalle sobre la CES, véase K. Bańkowska et al. (2021), ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation, Documento Ocasional, 287, Banco Central Europeo, y D. Georgarakos y G. Kenny (2022), «Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey», Journal of Monetary Economics, 129.

(a) El exceso de ahorro y de depósitos se calcula como el flujo de ambos conceptos, en relación con la renta bruta disponible, en exceso del observado en 2019. El segundo panel recoge los importes canalizados hacia los distintos activos y pasivos por encima de lo observado, en relación con la renta bruta disponible, en 2019. La partida Otros aglutina los flujos canalizados hacia activos y pasivos no presentados en el gráfico, así como también las discrepancias estadísticas entre la cuenta financiera y la cuenta de capital, las transferencias netas de capital y las adquisiciones netas de activos no producidos. Véase P. Alves y C. Martínez-Carrascal (2023) “La evolución del ahorro de los hogares desde el inicio de la pandemia y su utilización”. Banco de España, de próxima publicación.

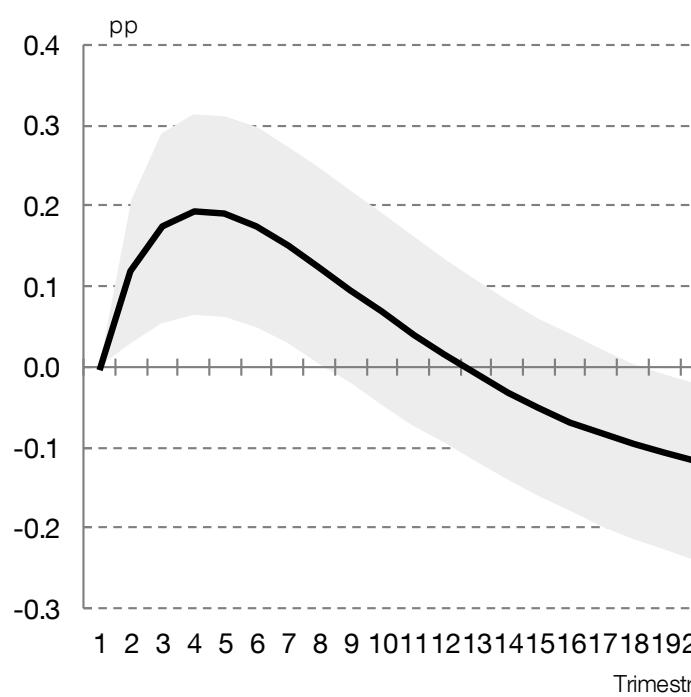
(b) Impacto de cambios en las expectativas sobre los tipos de interés hipotecario sobre las perspectivas de crecimiento del consumo en términos reales. Entre paréntesis, la proporción de hogares que supone el grupo analizado y \*\*\* indica que el coeficiente es significativo. Véase C. Martínez-Carrascal (2023), “El impacto de la evolución de los precios y los tipos de interés sobre las perspectivas de gasto de los hogares”, Banco de España, de próxima publicación.

# LA INVERSIÓN EMPRESARIAL REACCIONA NEGATIVAMENTE A AUMENTOS EN LOS TIPOS DE INTERÉS, PERO POSITIVAMENTE A MEJORAS EN LA CONFIANZA Y EN LA DEMANDA

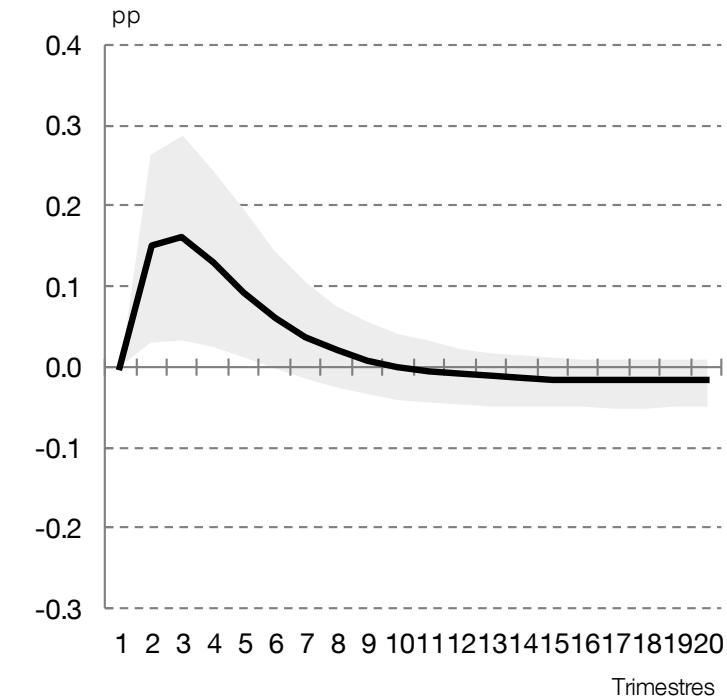
RESPUESTA DE LA INVERSIÓN ANTE UN SHOCK EN LOS TIPOS DE INTERÉS



RESPUESTA DE LA INVERSIÓN ANTE UN SHOCK DE CONFIANZA



RESPUESTA DE LA INVERSIÓN ANTE UN SHOCK DE DEMANDA



Fuente: P. Aguilar, C. Ghirelli y B. Jiménez-García (2023), "La evolución reciente de la inversión en España desde una perspectiva macroeconómica". Banco de España, de próxima publicación.

# DUDAS EN CUANTO A LA TRANSMISIÓN DE LOS AUMENTOS/DESCENSOS DE COSTES A LOS PRECIOS DE CONSUMO

El “momentum” de las presiones inflacionistas sigue siendo elevado

Aunque se percibe –cada vez de forma más generalizada– una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios en las fases iniciales de la cadena de valor, la EBAE muestra una cierta divergencia entre la evolución de los precios de inputs y outputs en el 1T23

Las proyecciones del Banco de España apuntan a que la mayor parte de la traslación de los aumentos de costes pasados a los precios de consumo debería completarse en el curso de 2023 ...

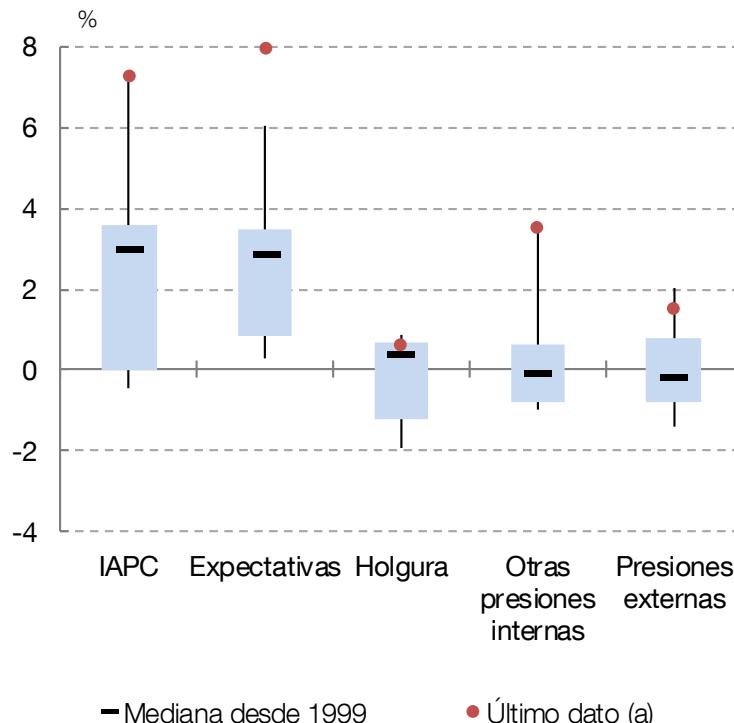
... mientras que los efectos des-inflacionarios de los descensos más recientes en el precio de la energía deberían notarse con mayor intensidad a partir de 2024

No obstante, no se puede descartar la existencia de asimetrías en la traslación a los precios de consumo de aumentos vs. caídas de costes.  
En el caso de la energía –fundamentalmente, el petróleo–, la literatura económica tiende a encontrar efectos simétricos. Sin embargo, en el caso de las materias primas agrícolas, distintos trabajos apuntan a una cierta asimetría, de manera que los aumentos de costes se trasladarían con mayor intensidad a los precios de consumo que las caídas de costes

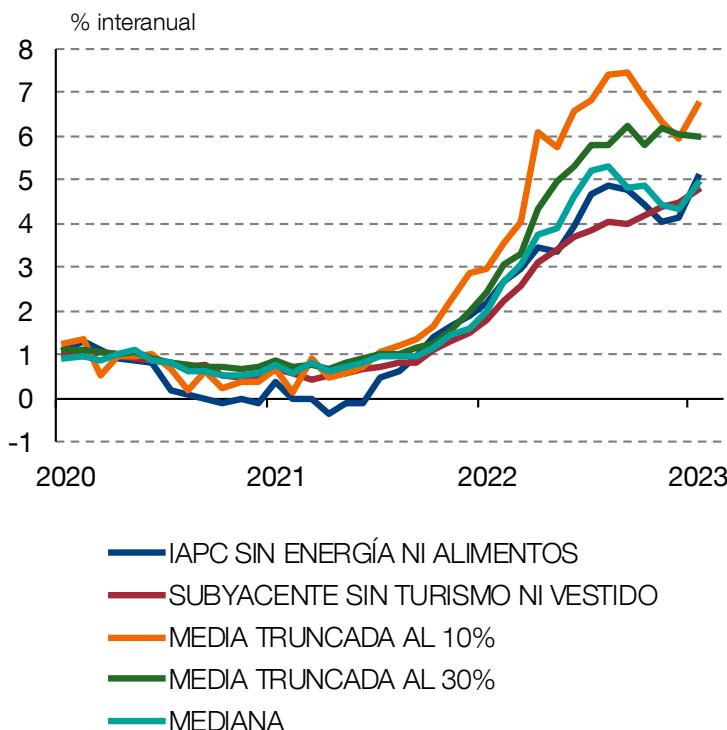


# EL “MOMENTUM” DE LAS PRESIONES INFLACIONISTAS SIGUE SIENDO ELEVADO

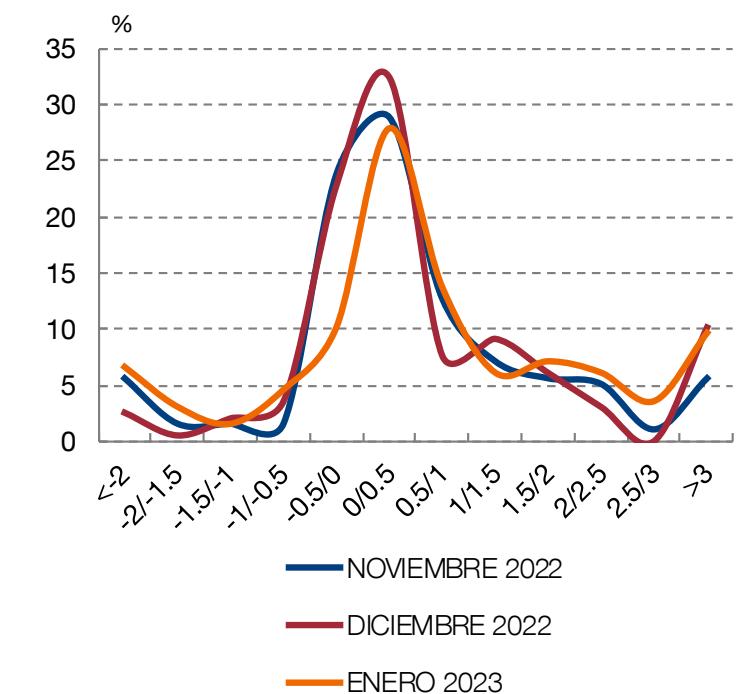
INDICADORES DE PRESIONES DE INFLACIÓN



MEDIDAS DE INFLACIÓN SUBYACENTE



PORCENTAJE DE SUBCLASES DEL IAPC EN CADA RANGO DE CRECIMIENTO INTERMENSUAL (b)



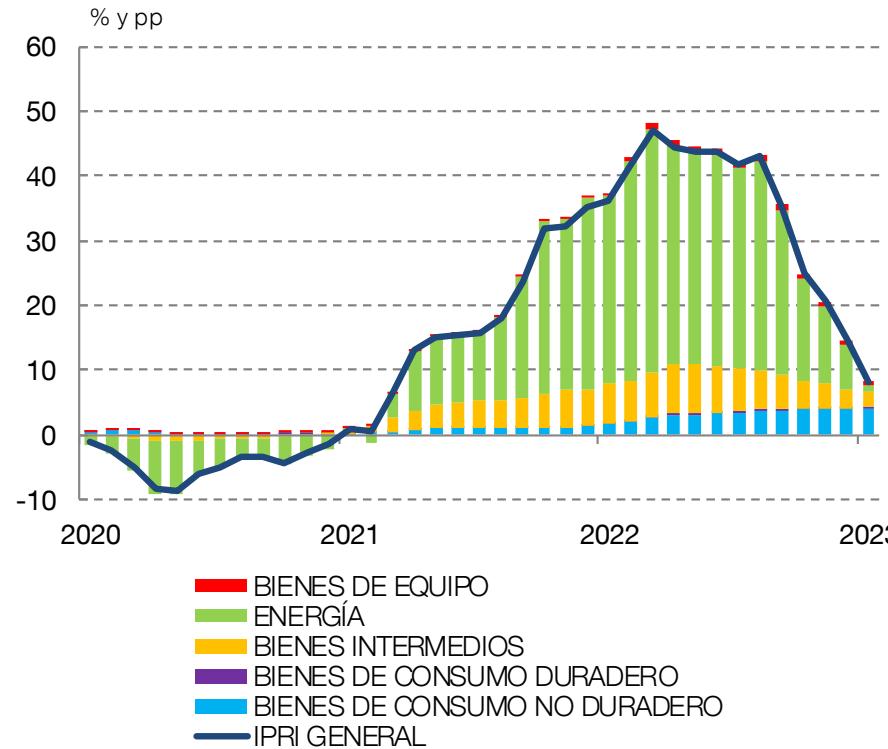
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Mensual: ene 2023; Trimestral: IV TR 2022; Diario: 2 feb 2023.

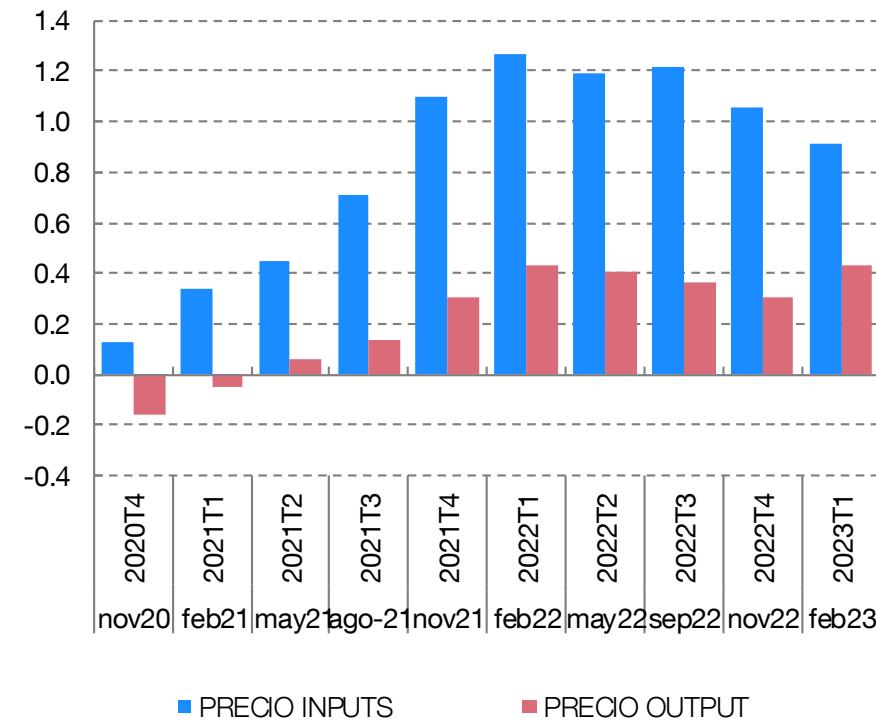
(b) Tasas intermensuales corregidas por las tasas medias del período 2016-2019, para cada mes.

# LOS PRECIOS INDUSTRIALES SIGUEN DESACELERÁNDOSE, SI BIEN LA EBAE MUESTRA UNA CIERTA DIVERGENCIA ENTRE LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE INPUTS Y OUTPUTS EN EL 1T23

CONTRIBUCIONES A LA TASA INTERANUAL DEL IPRI



EVOLUCIÓN TRIMESTRAL DE LOS PRECIOS (a)



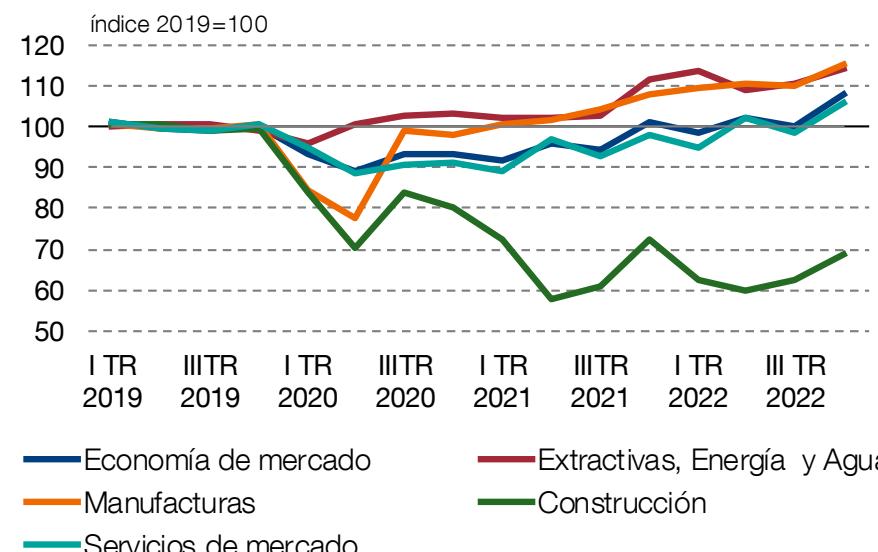
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España (EBAE).

(a) Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas de las empresas: aumento significativo = 2; aumento leve = 1; estabilidad = 0; descenso leve = -1; descenso significativo = -2.

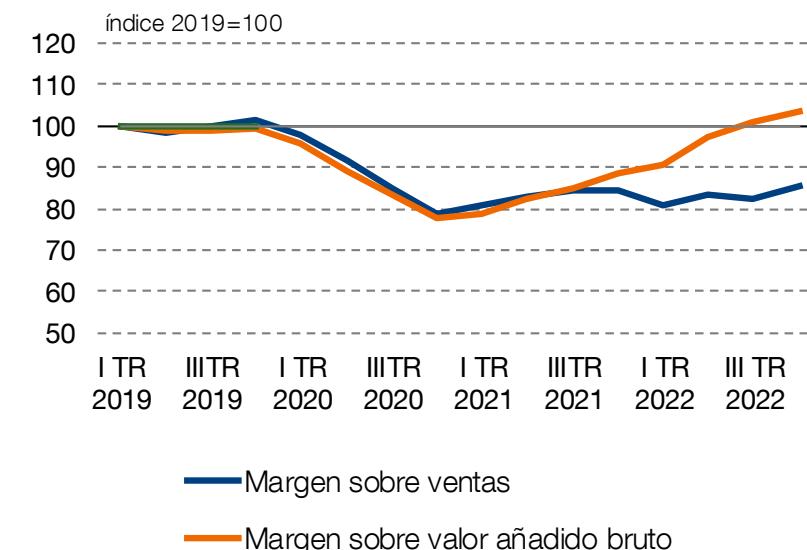
# SE HABRÍA OBSERVADO UN CIERTO REPUNTE DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES A LO LARGO DE 2022 –HASTA SITUARSE ALGO POR ENCIMA DE LOS NIVELES PRE-PANDEMIA–

- No obstante, en la Central de Balances Trimestral (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
- En cualquier caso, como en trimestres precedentes, estos desarrollos agregados enmascaran una notable heterogeneidad entre sectores y empresas

RATIO EBE/VAB SEGÚN CN, RAMAS DE ACTIVIDAD (a)



MÁRGENES EMPRESARIALES SEGÚN CBT (b)



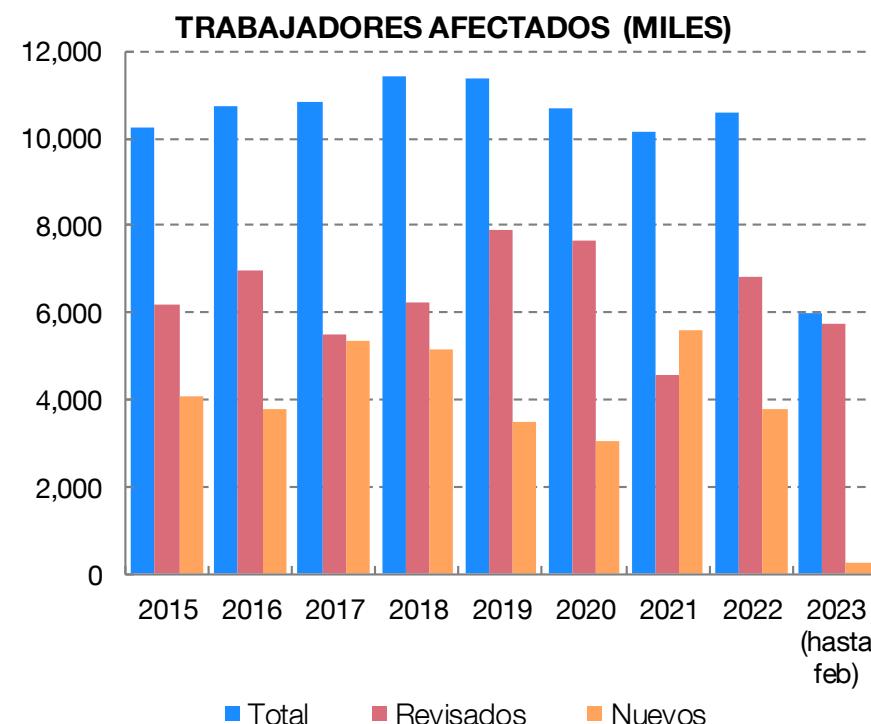
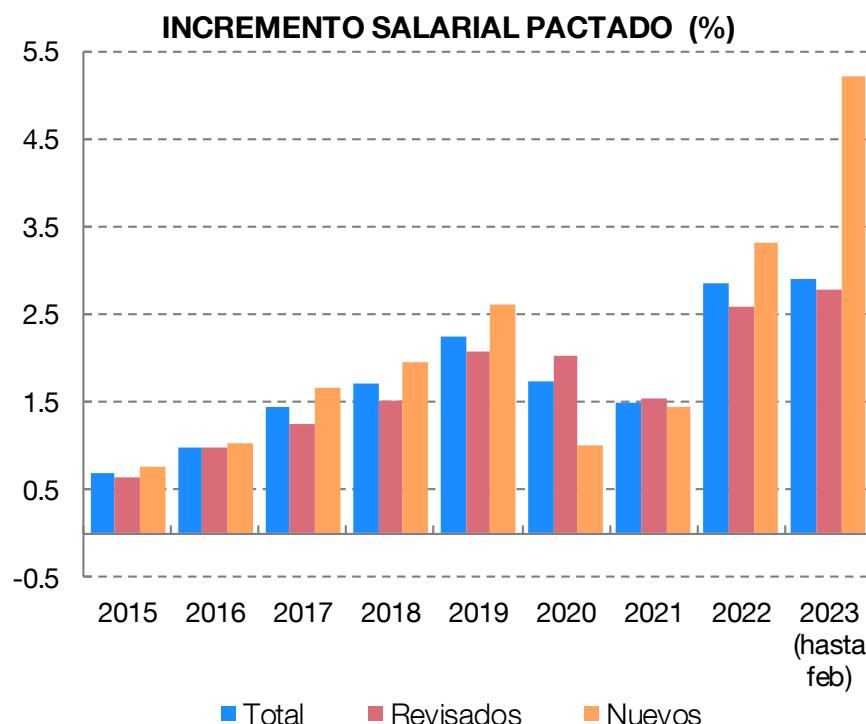
Fuentes: Banco de España e INE. Último dato observado: IV TR 2022.

(a) Excedente Bruto de Explotación (EBE) se calcula como el Valor Añadido Bruto (VAB) menos la remuneración de ocupados, que imputa la remuneración media de los asalariados a los trabajadores no asalariados. Esta medida del EBE incluye los impuestos netos sobre la producción y las importaciones.

(b) El margen sobre ventas se define como el cociente entre el resultado económico bruto (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.

# LOS AUMENTOS SALARIALES SE MANTIENEN RELATIVAMENTE CONTENIDOS, AUNQUE LOS CONVENIOS DE NUEVA FIRMA EMPIEZAN A REFLEJAR INCREMENTOS SUPERIORES

- En febrero, el incremento salarial pactado para 2023 mostró un ligero repunte hasta el 2,89% –desde el 2,81% acordado en enero–. Estos convenios afectan a unos 5,9 millones de trabajadores, la gran mayoría de ellos firmados en años anteriores
- Los convenios de nueva firma en 2023 afectan a 244 mil trabajadores, con un incremento pactado del 5,2%
- La incidencia de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación se mantiene estable en el 27% de los trabajadores



Fuentes: Ministerio de Trabajo y Economía Social. Último dato observado: febrero de 2023.