

Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2023

Índice

EDITORIAL 4

INFORME 9

Contexto global

- 1 Las perspectivas económicas para 2023 han experimentado una cierta mejora a escala global 9
- 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 10
- 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 11
- 4 Los principales bancos centrales mundiales continúan con el endurecimiento de sus políticas monetarias 12
- 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 13

Contexto económico de la UEM

- 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... 14
- 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 15
- 8 La incertidumbre que rodea las previsiones de crecimiento e inflación del área del euro continúa siendo muy elevada 16
- 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 17

Economía española

- 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 18
- 11 En el último trimestre de 2022, el avance del producto fue relativamente modesto, aunque sorprendió ligeramente al alza 19

- 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 20
- 13 La creación de empleo se ha acelerado a comienzos de 2023, en un contexto de reducción de las horas trabajadas por ocupado 21
- 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 22
- 15 El consumo de los hogares continuaría presentando una considerable debilidad a comienzos de 2023 23
- 16 La inversión empresarial podría registrar un leve repunte en los primeros meses del año 24
- 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 25
- 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 26
- 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 27
- 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... 28
- 21 ... y las presiones inflacionistas subyacentes continúan siendo elevadas 29
- 22 Los salarios siguen registrando incrementos moderados en los primeros meses de 2023... 30
- 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 31
- 24 Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan ligeramente al alza el crecimiento del PIB en 2023 32

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2023-2025) 34

EDITORIAL

Editorial

La actividad económica mundial tendió a debilitarse en el último tramo de 2022, aunque en menor medida de lo esperado. Esta pérdida de dinamismo obedeció, fundamentalmente, a la persistencia de tasas de inflación elevadas y al consiguiente tensionamiento de las políticas monetarias y de las condiciones financieras globales. Sin embargo, la merma en el empuje de la actividad fue, en general, menos pronunciada de lo que anticipaban las previsiones de la mayor parte de los analistas. A este mayor grado de resistencia de la economía mundial habrían contribuido, entre otros factores, la relajación observada de los cuellos de botella en las cadenas productivas globales y las diversas medidas desplegadas por las autoridades públicas para mitigar los efectos del repunte inflacionista y de la crisis energética sobre las rentas y las decisiones de consumo e inversión de los agentes privados.

Además, sobre todo en el caso de Europa, los desarrollos favorables en los mercados de materias primas energéticas —en particular, de gas— han ayudado a moderar la ralentización de la economía en los últimos meses. La subida del precio del gas y el deterioro de la seguridad del suministro de esta materia prima desempeñaron un papel muy importante en el empeoramiento de las perspectivas de la economía europea tras el inicio de la guerra de Ucrania. Sin embargo, en los últimos meses esta perturbación de oferta negativa ha revertido con una mayor intensidad de lo previsto. En particular, en gran parte como consecuencia de las medidas adoptadas para desincentivar su consumo y diversificar su suministro, y de las temperaturas suaves que se registraron en la primera parte del invierno, los precios de esta materia prima se han situado recientemente en niveles inferiores a los previos al estallido de la guerra y se han disipado sensiblemente los riesgos de que se produzcan cortes en su suministro en algunas de las principales economías europeas.

En los primeros meses de 2023, el contexto económico global parece estar dando muestras incipientes de mejoría. Los signos de resiliencia que la actividad económica mundial evidenció a finales de 2022, el cambio de tendencia que han experimentado múltiples indicadores de confianza y el hecho de que el abandono de la política de «COVID cero» en China solo parece haber tenido un impacto (negativo) relativamente transitorio sobre la economía de ese país han contribuido a que muchos analistas hayan revisado recientemente al alza sus previsiones de crecimiento tanto para el primer trimestre de 2023 como para el conjunto del ejercicio.

Asimismo, se aprecian algunas señales de relajación de las presiones inflacionistas, si bien estas han tendido a circunscribirse al componente energético de los precios. En efecto, con carácter general, tanto los alimentos como el componente subyacente continúan mostrando tasas de inflación elevadas que, en algunos casos, todavía mantienen una tendencia creciente.

Frente a estas dinámicas relativamente positivas, el desencadenamiento, tras la fecha de cierre de este Informe¹, de un episodio de fuertes tensiones financieras a escala global ha supuesto una nueva perturbación adversa, cuya magnitud y persistencia son muy inciertas.

En su origen, la aparición de estas turbulencias respondió al deterioro de la situación financiera de una entidad bancaria concreta en Estados Unidos, con una estructura de balance muy particular que la hacía especialmente vulnerable a aumentos en los tipos de interés. No obstante, la fragilidad de esta entidad ha generado dudas en los mercados de capital internacionales en cuanto a la solidez de otras entidades financieras. Todo ello en un contexto en el que, desde una perspectiva histórica, los tipos de interés han venido aumentando de forma muy intensa, rápida y sincronizada a escala global en los últimos trimestres. Como resultado de esas dudas, una gran mayoría de las entidades bancarias mundiales han experimentado, recientemente, un deterioro significativo en sus cotizaciones bursátiles y algunas de ellas —en Estados Unidos y en Suiza— han requerido medidas específicas de apoyo por parte de las autoridades. En estos momentos, no es posible precisar si, de cara al futuro más inmediato, estas tensiones financieras persistirán o si, por el contrario, se reducirán de forma paulatina. En cualquier caso, parece probable que la incertidumbre que se ha generado ejerza un cierto efecto adverso sobre el desarrollo de la actividad económica en los próximos trimestres y contribuya, asimismo, a debilitar la dinámica inflacionista.

En este contexto tan incierto, en su reunión del 16 de marzo, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió subir sus tipos de interés oficiales en 50 puntos básicos, en línea con su determinación de asegurar que la inflación vuelva a situarse de forma oportuna en el objetivo del 2% a medio plazo. Además, el Consejo de Gobierno subrayó que el elevado nivel de incertidumbre —al que han contribuido las recientes tensiones financieras globales— refuerza la importancia de que sus decisiones futuras de política monetaria dependan de los nuevos flujos de información; en particular, de la evolución de las perspectivas de inflación a la luz de los nuevos datos económicos y financieros, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El Consejo de Gobierno del BCE recalcó que el sector bancario de la zona del euro tiene una elevada capacidad de resistencia y posiciones de capital y de liquidez sólidas. Además, anunció que vigilará estrechamente las tensiones en los mercados financieros y que está preparado para responder como resulte necesario a fin de mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en la zona del euro. El BCE cuenta con todos los instrumentos de política monetaria precisos 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.

La economía española habría mantenido, en el primer trimestre del año, un grado de dinamismo similar al que se observó en la segunda mitad de 2022. En el último trimestre del año pasado, el PIB avanzó un 0,2 %, en un contexto de notable debilitamiento de la demanda interna, que tuvo su reflejo, a su vez, en un retroceso de las importaciones. Al inicio de 2023, la evolución favorable de la afiliación a la Seguridad Social y la mejora de los indicadores de

1 Fecha de cierre del Informe: 2 de marzo.

confianza sugieren, entre otros factores, que el ritmo de avance del producto podría haberse incrementado ligeramente, hasta el 0,3 %. Ello sería coherente, no obstante, con la persistencia de un cierto grado de debilidad en las dinámicas macrofinancieras de nuestra economía, en línea con la información de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)². En particular, el gasto de los hogares y empresas españoles continúa viéndose limitado por dos importantes escollos: la persistencia de tasas de inflación elevadas y la subida de los tipos de interés.

La tasa de variación de los precios de consumo se ha moderado significativamente en España desde sus máximos del pasado verano, pero ello se ha debido casi exclusivamente al componente energético. De hecho, la moderación de los precios de la energía en nuestro país, que ha sido mayor que en otras economías europeas debido a las peculiaridades del mecanismo de fijación de precios de la electricidad en España, ha supuesto, recientemente, tasas interanuales negativas en este componente. Sin embargo, los precios de los alimentos —productos que constituyen una porción especialmente elevada de la cesta de consumo de los hogares de menor renta— han seguido acelerándose. Además, la moderación de la inflación subyacente ha sido, por el momento, muy modesta. Esta resistencia a la baja de la inflación en los bienes industriales no energéticos y en los servicios refleja, probablemente, el hecho de que la transmisión de las alzas pasadas de los costes de la energía a los precios finales está sometida a ciertos desfases —como también sugiere la EBAE— y, quizá, la posible existencia de asimetrías en la traslación de los descensos recientes de los costes energéticos en comparación con la de las alzas previas.

Las proyecciones macroeconómicas presentadas en el último apartado de este Informe —que terminaron de elaborarse a principios de marzo, antes de la reciente aparición de tensiones en los mercados financieros internacionales— contemplan un fortalecimiento gradual de la actividad económica en nuestro país en los próximos trimestres. Al incremento en el ritmo de avance del producto contribuirán, entre otros factores, la disminución prevista de las presiones inflacionistas, el fortalecimiento del contexto internacional —impulsado, en parte, por la reapertura de la economía china y por la relajación de los cuellos de botella en las cadenas de aprovisionamiento global— y la puesta en marcha de un volumen creciente de proyectos de inversión concebidos al amparo del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia del programa *Next Generation EU*. En todo caso, en términos de tasas de crecimiento medio anual, el impacto favorable de estas dinámicas sobre la actividad será especialmente visible en 2024 y 2025 —cuando el PIB avanzará un 2,3 % y un 2,1 %, respectivamente—, mientras que en 2023 el PIB de la economía española crecerá un 1,6 %, avance sensiblemente por debajo del 5,5 % registrado en 2022 y que refleja la notable desaceleración que la actividad económica experimentó en nuestro país en la segunda mitad del pasado año.

Las proyecciones también contemplan una disminución gradual de las elevadas presiones inflacionistas actuales. En promedio anual, la tasa de inflación general se reducirá desde el

2 Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2023, 21. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletines/Revistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art21.pdf>

8,3% registrado en 2022 hasta el 3,7% en 2023, fundamentalmente como consecuencia de efectos base negativos en el componente energético y del abaratamiento esperado de las materias primas energéticas en los próximos meses —de acuerdo con las cotizaciones actuales en los mercados de futuros—. En 2024, sin embargo, la reducción en la tasa de inflación general será mucho más modesta, hasta el 3,6% —antes de descender nuevamente en el último año del horizonte de proyección hasta el 1,8%—, debido, en gran medida, a la aceleración del componente energético una vez que expiren las principales medidas desplegadas por las autoridades para mitigar los efectos de la crisis energética. Por su parte, la reducción de la tasa de inflación subyacente a lo largo del período de proyección se prevé más lenta que la de la inflación general. De hecho, esta tasa se elevará hasta el 3,9% en 2023 —desde el 3,8% observado en 2022—, antes de descender hasta el 2,2% en 2024 y el 1,8% en 2025.

En un contexto de incertidumbre muy elevada —que se ha visto incrementada por las recientes tensiones financieras globales—, los riesgos sobre estas proyecciones están orientados a la baja en términos de la actividad económica y aparecen equilibrados con respecto a la inflación. El principal riesgo, a la baja para la actividad y al alza para la inflación, continúa estando vinculado a los posibles desarrollos geopolíticos en la guerra de Ucrania, en la medida en que estos podrían dar lugar a nuevas perturbaciones de oferta negativas similares a las sufridas durante buena parte de 2022. Un riesgo que era ya relevante en la fecha de cierre de las proyecciones y que ha cobrado una importancia mayor en los días transcurridos desde entonces es la posibilidad de que se produzcan turbulencias adicionales en los mercados financieros, con efectos a la baja sobre actividad y precios, que tendrían lugar a través de un doble canal: un empeoramiento de la confianza de los agentes económicos y un tensionamiento de las condiciones financieras más intenso de lo anticipado ahora. Por otro lado, como se ha apuntado, una hipotética traslación más rápida de los descensos recientes del precio de la energía al resto de los precios de consumo —en España y en el resto del área del euro— favorecería una menor inflación y un mayor repunte de la demanda interna, al impulsar las rentas reales y reducir las necesidades de tensionamientos adicionales de la política monetaria. En sentido contrario, aunque se han atenuado los riesgos de que se agrave la persistencia del actual episodio inflacionista, no se puede descartar aún que se produzca un proceso de realimentación entre los crecimientos de los precios y los salarios. Finalmente, por lo que respecta al ámbito externo, son inciertos los efectos de la reapertura de la economía china sobre la actividad y la inflación a escala global.

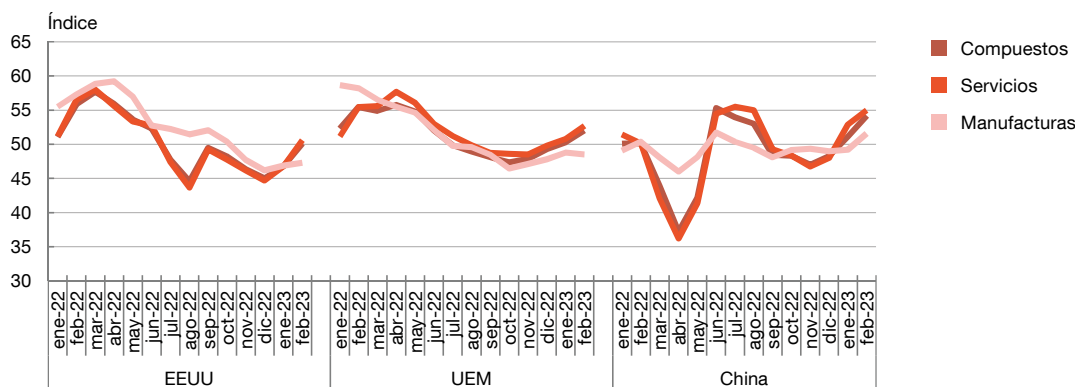
INFORME

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

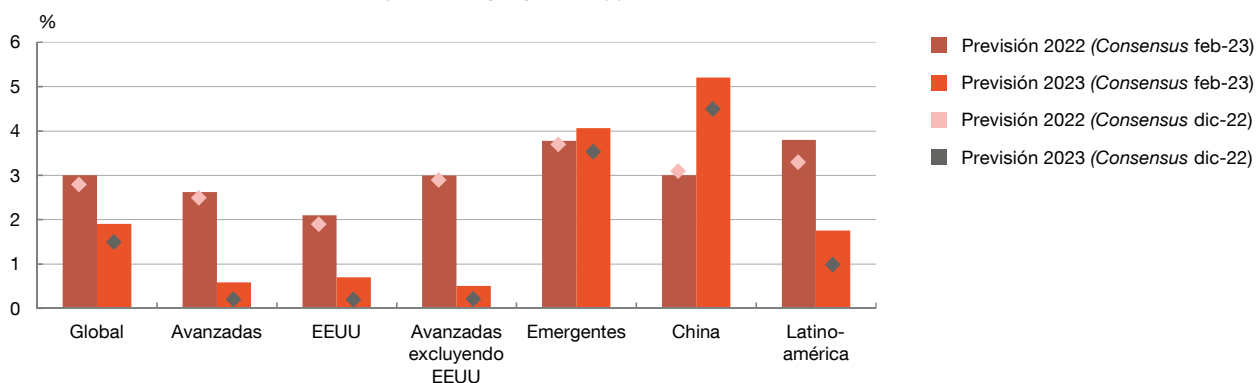
- La desaceleración de la actividad económica mundial continuó en el tramo final del año pasado, siendo especialmente visible en términos de los flujos de comercio internacional. No obstante, la desaceleración fue menos intensa de lo que se esperaba unos meses atrás, en parte como consecuencia de las **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.

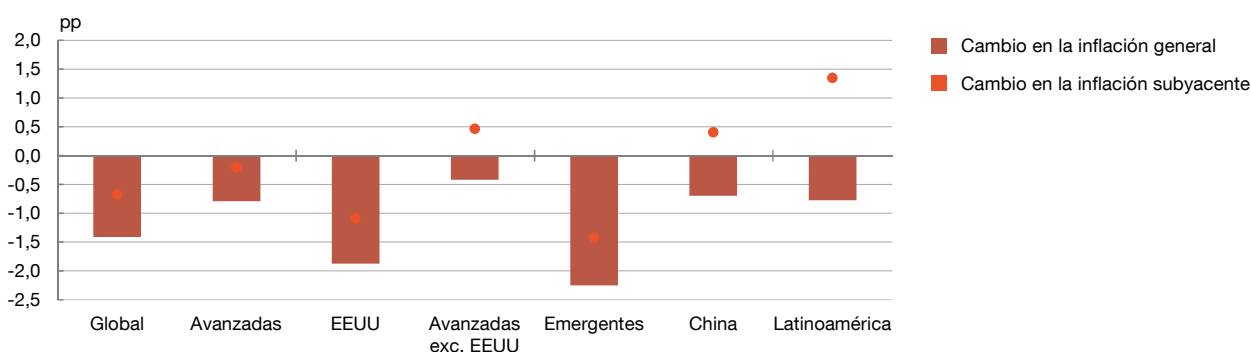
a El agregado «Avanzadas» incluye 13 áreas geográficas (Unión Económica y Monetaria, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, República Checa, Dinamarca, Islandia, Israel, Japón, Corea del Sur, Noruega, Suecia y Suiza), y el agregado «Emergentes», 13 economías de Asia, Europa del Este y Latinoamérica (China, 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

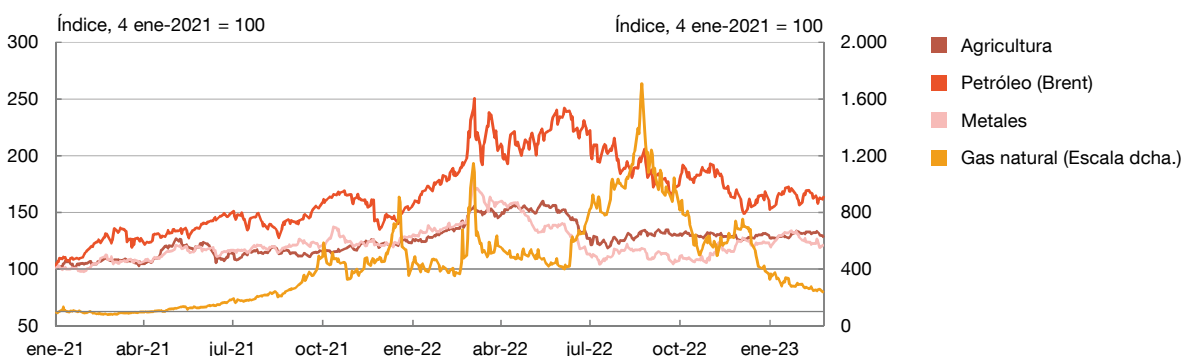
- En los últimos meses, las tasas de inflación general se han reducido a escala global, debido, principalmente, a la moderación de los precios de las materias primas energéticas y a la mejora gradual de los cuellos de botella en las cadenas de suministro. No obstante, esta ralentización de la inflación 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.

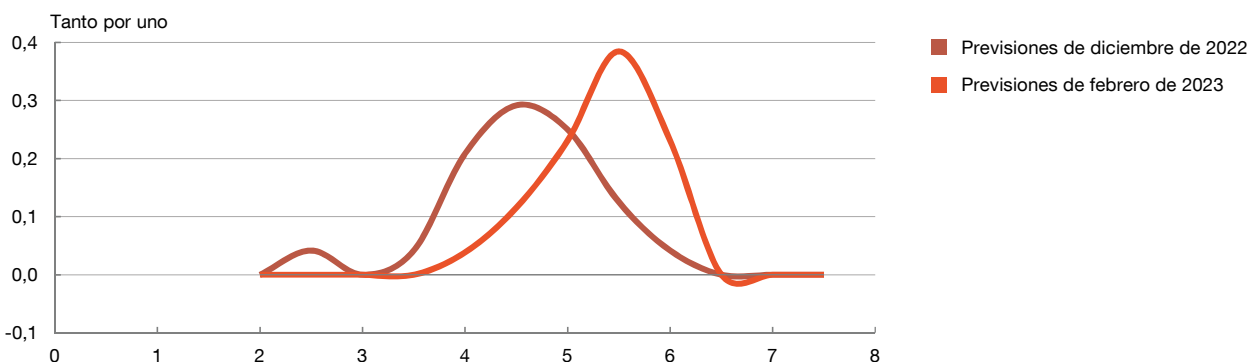
a El agregado «Global» incluye Estados Unidos, área del euro, Reino Unido, Japón, China, Chequia, Hungría, Rusia, Turquía, India, Indonesia, Hong Kong, Corea del Sur, Singapur, Malasia, Tailandia y Taiwán, además del agregado de Latinoamérica (compuesto por Brasil, Chile, Colombia, México y Perú). El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

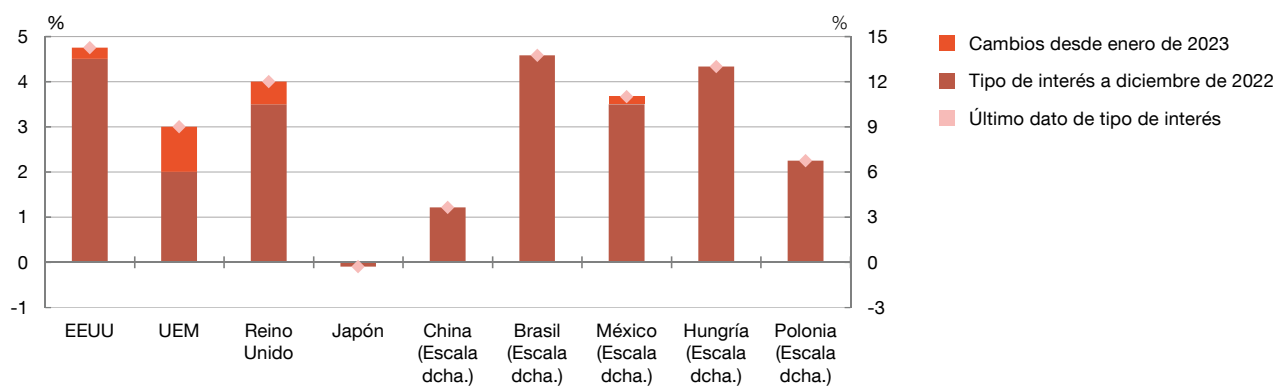
a La función de densidad se ha calculado a través del cómputo de la proporción de previsiones que se sitúan en un determinado rango, considerando para ello intervalos de 0,5 puntos.

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 depósito 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.

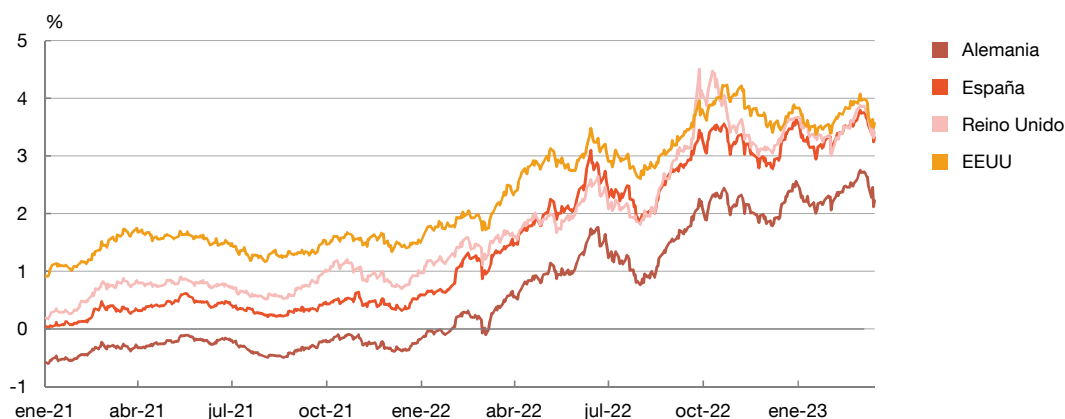


5 Los mercados financieros internacionales se han visto condicionados por la evolución de la inflación, una resiliencia de la actividad mayor de lo esperado y, más recientemente, la incertidumbre sobre la situación de algunas entidades bancarias a escala internacional

- 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



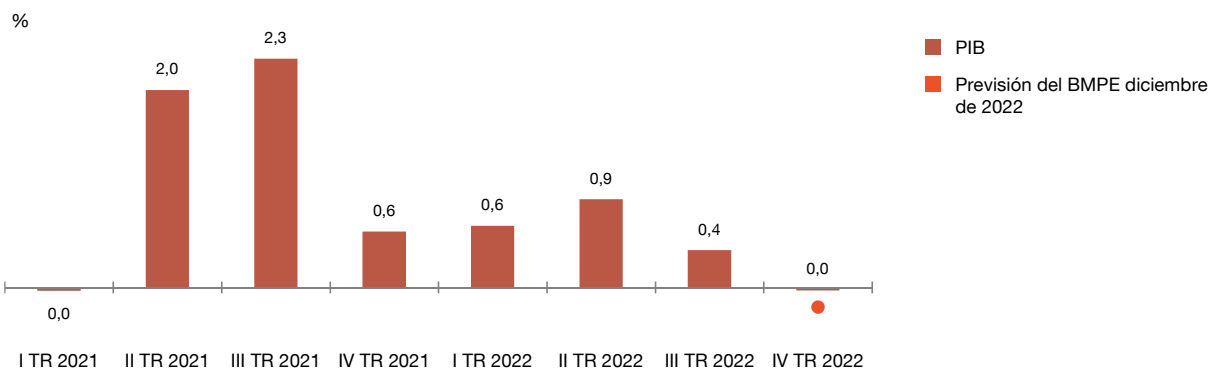
FUENTE: Refinitiv Datastream.

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...

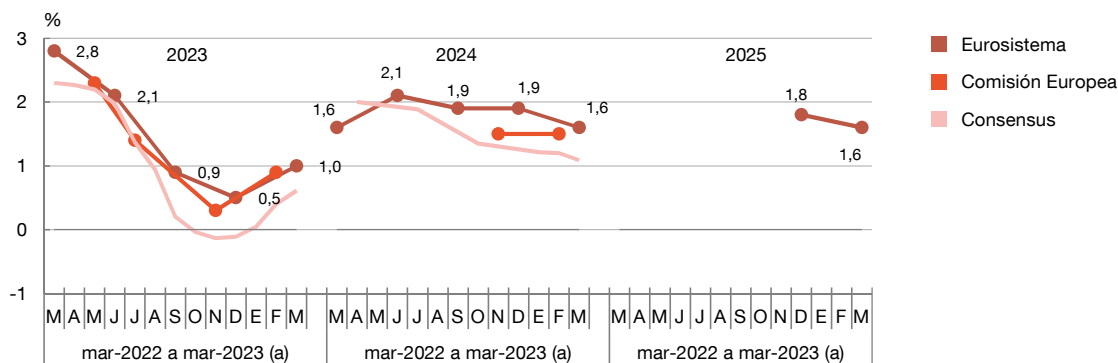
- En el cuarto trimestre de 2022, continuó la desaceleración del crecimiento del PIB en el área del euro —fundamentalmente, como consecuencia de la debilidad de la demanda interna y del consumo—, si bien se soslayó la contracción de la actividad que se pronosticaba (véase gráfico 6.a).
- Esta sorpresa 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.

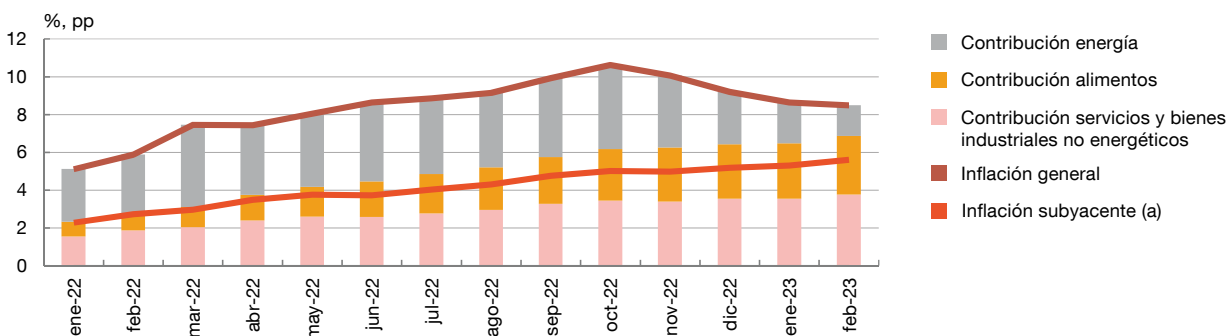


7 ... en un contexto en el que la inflación general se ha moderado por los menores precios de la energía, mientras que la subyacente y la de los alimentos permanecen en niveles elevados

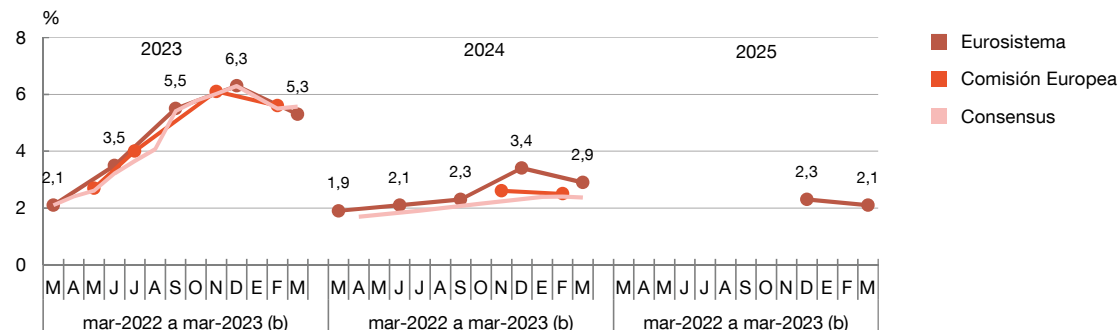
- La inflación en el área del euro se situó en febrero en el 8,5 % —por debajo de lo esperado—, lo que supuso una reducción de 2 pp con respecto a la tasa máxima del 10,6 % alcanzada en octubre de 2022. Esta corrección se apoyó, exclusivamente, en el componente energético de los precios, mientras que 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.

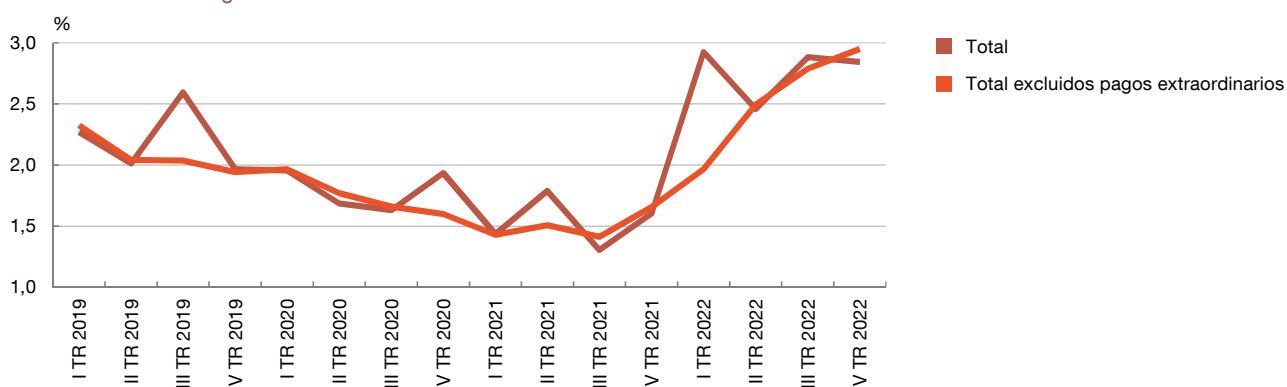


8 La incertidumbre que rodea las previsiones de crecimiento e inflación del área del euro continúa siendo muy elevada

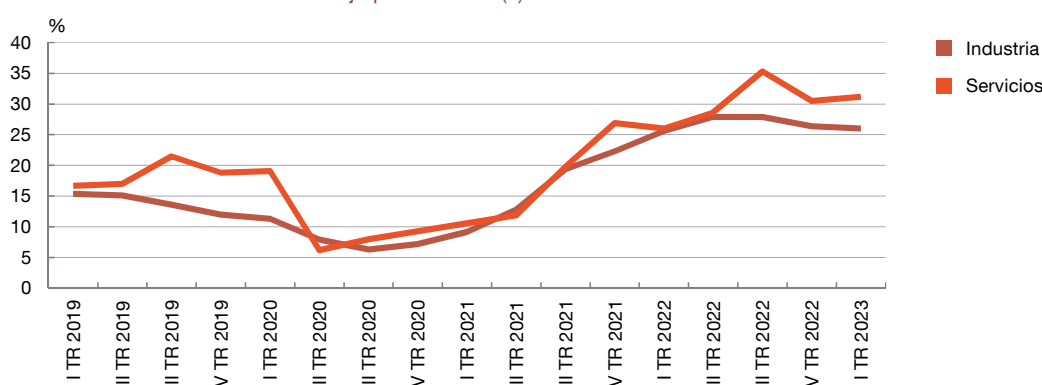
- Entre los principales factores de riesgo destaca, en primer lugar, el curso incierto de la guerra en Ucrania y sus implicaciones sobre la incertidumbre y sobre el suministro y los precios de las materias primas. En segundo lugar, las tensiones financieras recientes, que podrían generar un mayor endurecimiento 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 desinflacionistas 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.

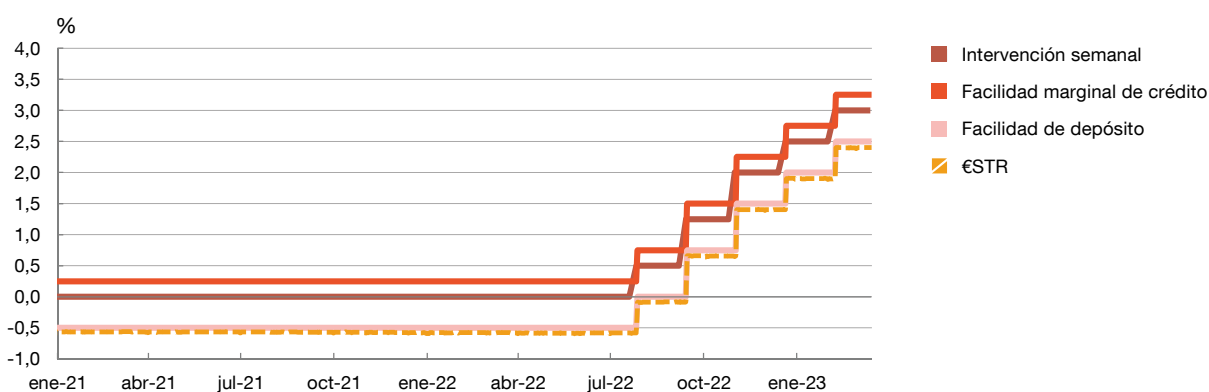


9 El Banco Central Europeo ha continuado incrementando sus tipos de interés oficiales y ha subrayado que se encuentra preparado para responder como resulte necesario a fin de mantener la estabilidad de precios y la estabilidad financiera en la zona del euro

- 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.

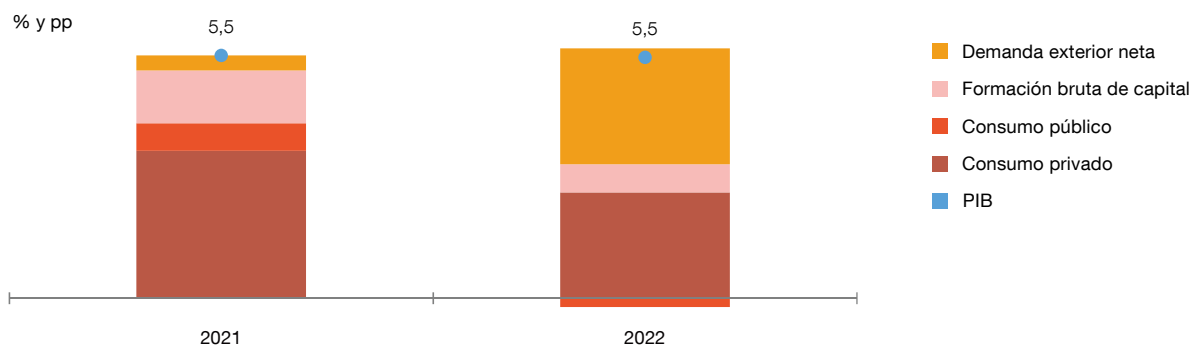


10 En España, el PIB avanzó con un vigor mayor del esperado en el conjunto de 2022, si bien el dinamismo de la actividad fue de más a menos a lo largo del ejercicio

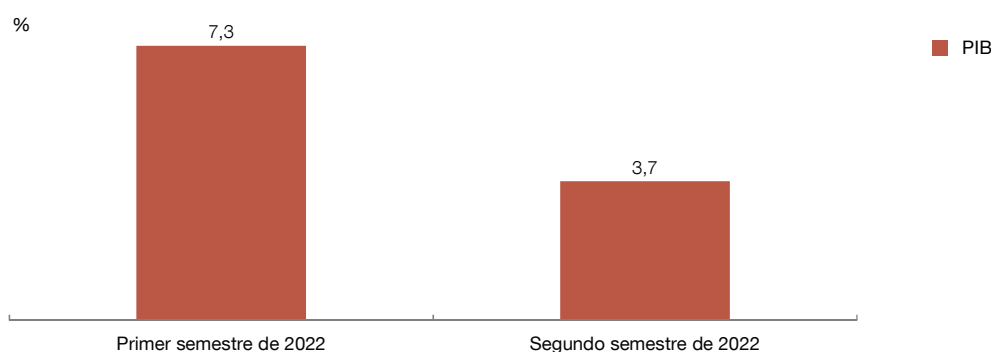
- De acuerdo con la última información publicada por el Instituto Nacional de Estadística, en el conjunto de 2022, el PIB de la economía española creció un 5,5 %, en línea con el crecimiento registrado en 2021 y por encima del 4,6 % que se anticipaba en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España publicado en diciembre¹.
- 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.



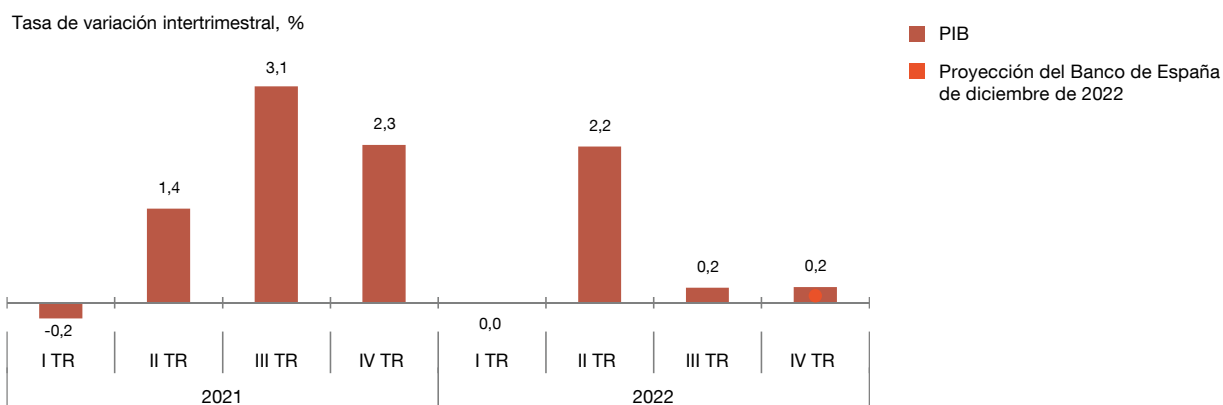
1 Véase Banco de España. (2022). "Recuadro 1. Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2025): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones del Eurosistema de diciembre de 2022". En "Informe trimestral de la economía española". En *Boletín Económico - Banco 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.

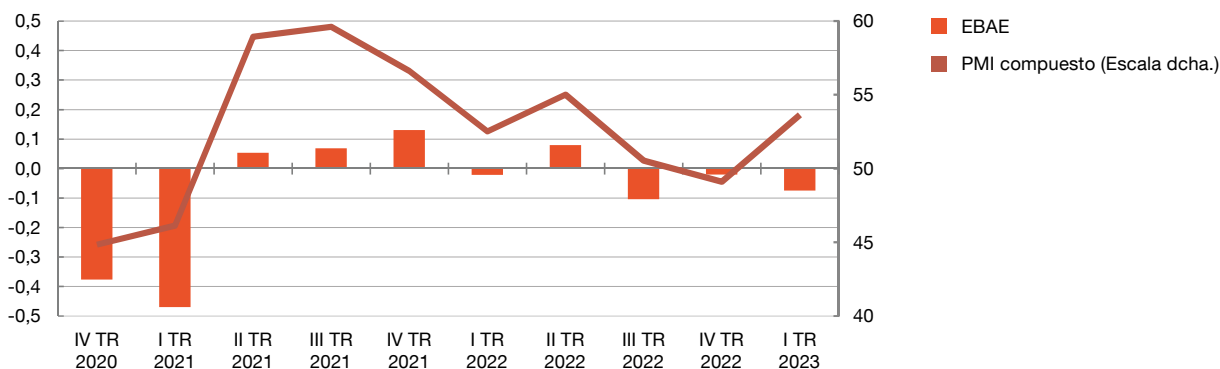


12 Los indicadores disponibles para el primer trimestre de 2023 sugieren que la actividad habría mantenido, en este período, un dinamismo similar al registrado en los últimos meses de 2022

- 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 elevada².
- 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 meses³.

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.

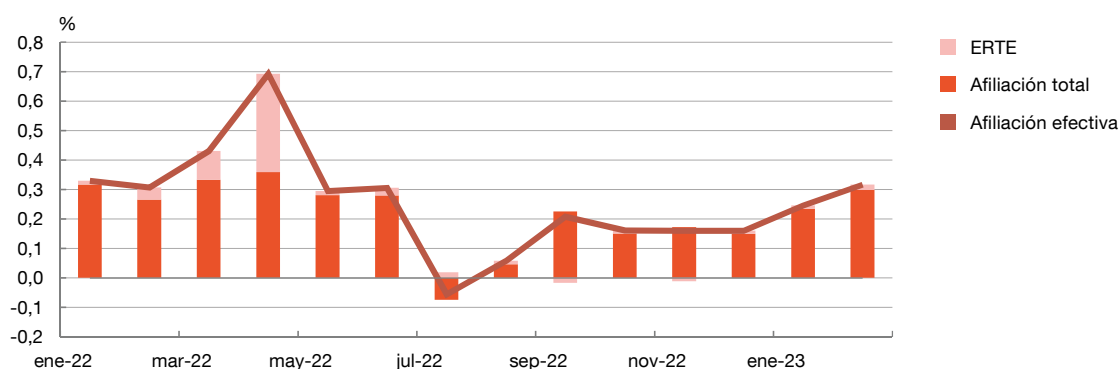
3 Para más detalles, véase Mario Izquierdo y Alejandro Fernández. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 21. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art21.pdf>

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

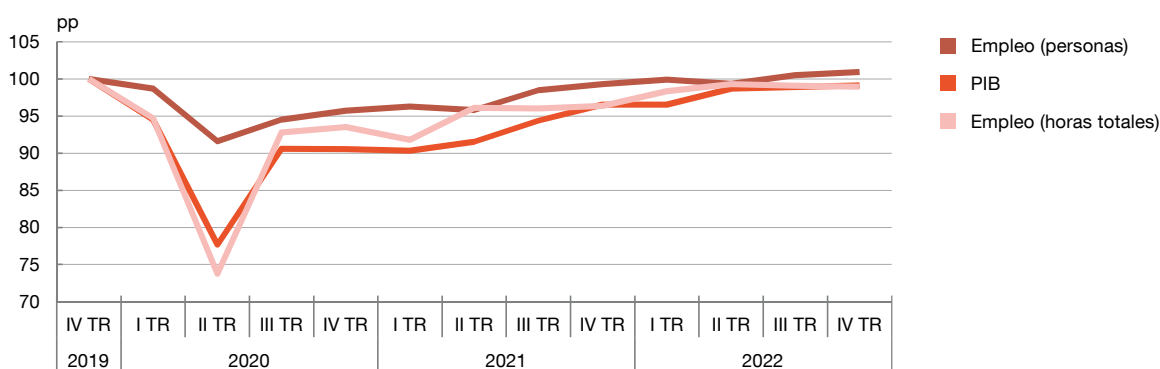
- La afiliación a la Seguridad Social mostró avances mensuales desestacionalizados del 0,2 % en enero y del 0,3 % en febrero, en ambos casos por encima de las tasas observadas en los últimos meses de 2022 (véase gráfico 13.a). De acuerdo con la información disponible para la primera quincena de marzo, 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 décadas⁴.

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.



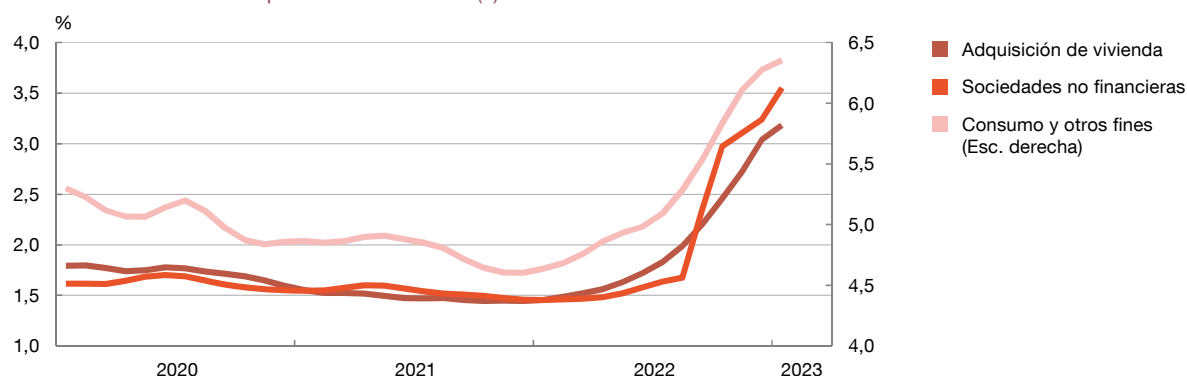
4 Para un análisis más detallado, véase Pilar Cuadrado. (2023). “Un análisis de la evolución de las horas trabajadas por ocupado en España: desarrollos tendenciales y evolución reciente”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 14. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art14.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

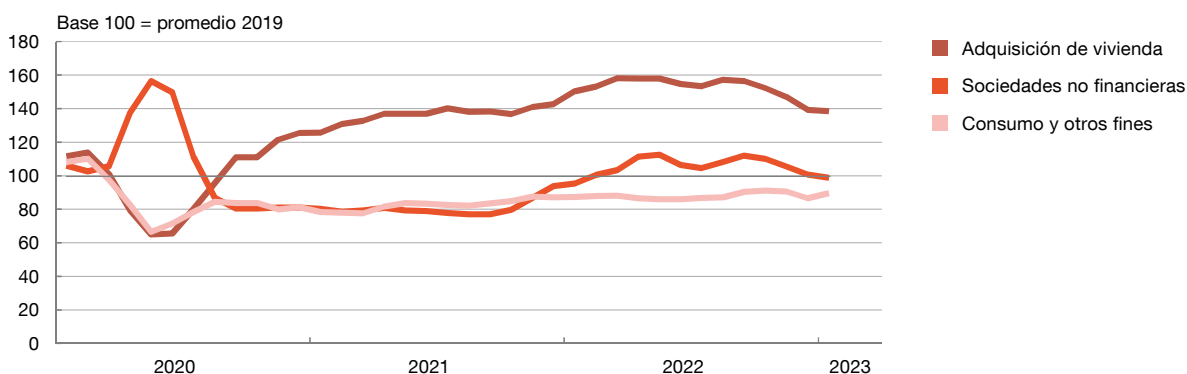
- En los últimos meses, se ha intensificado la traslación del aumento de los tipos de interés de mercado al coste de las nuevas operaciones de crédito bancario en todos los segmentos (véase gráfico 14.a). En particular, el coste de las nuevas operaciones de crédito bancario en los segmentos de empresas 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.

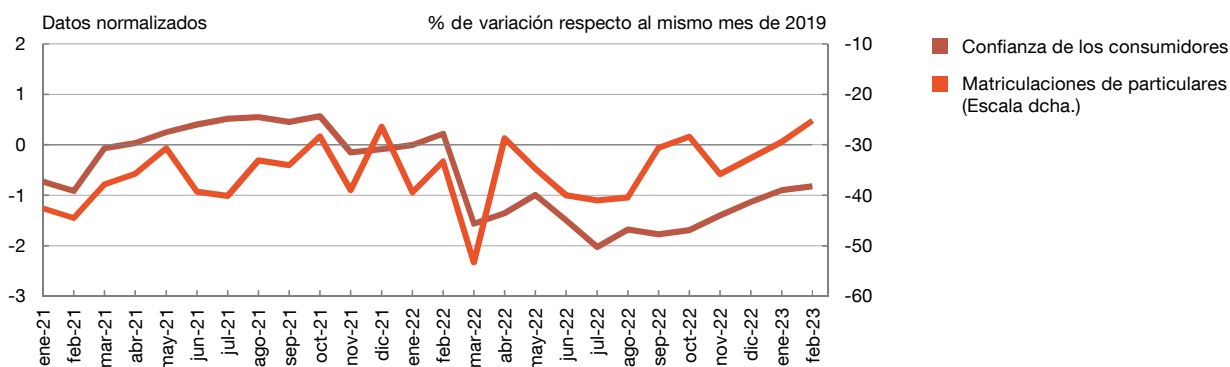


15 El consumo de los hogares continuaría presentando una considerable debilidad a comienzos de 2023

- 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.

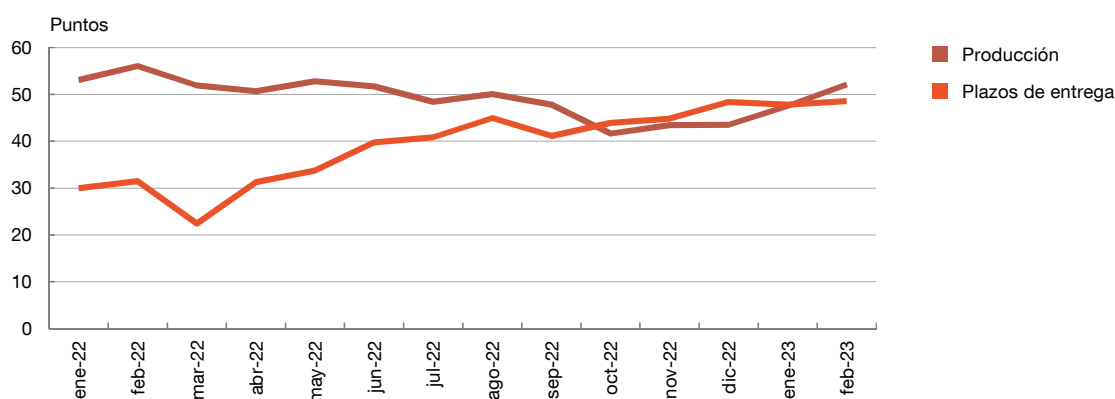


16 La inversión empresarial podría registrar un leve repunte en los primeros meses del año

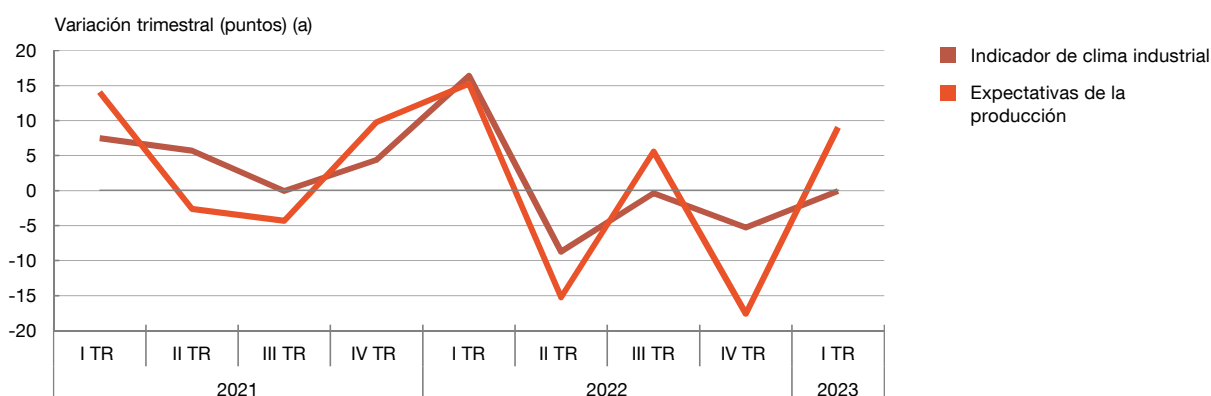
- Aunque la inversión empresarial mostró una considerable debilidad a lo largo de 2022 y algunos factores seguirán limitando sensiblemente su crecimiento de cara al futuro —como el continuado **endurecimiento de las condiciones financieras** y los aún elevados niveles de incertidumbre—, con una perspectiva 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.

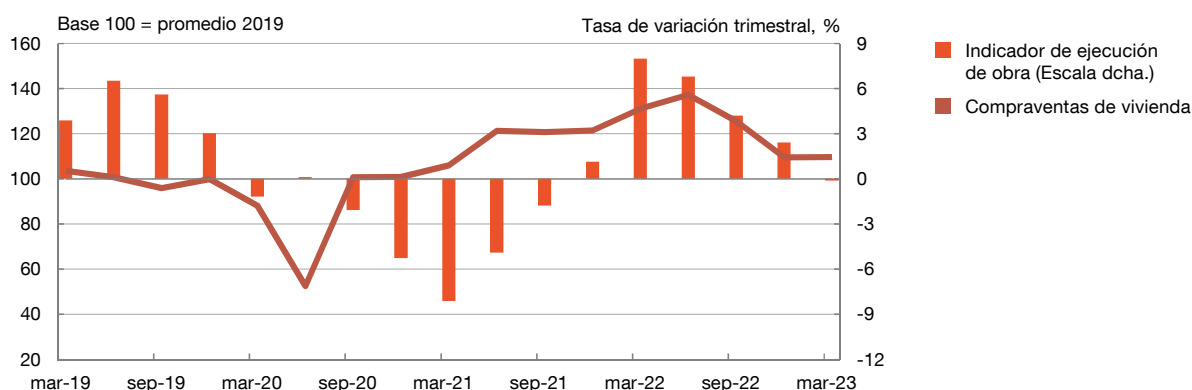


17 La inversión en vivienda habría prolongado su senda de ralentización en el primer trimestre del año, en un contexto de encarecimiento del crédito para la adquisición de vivienda

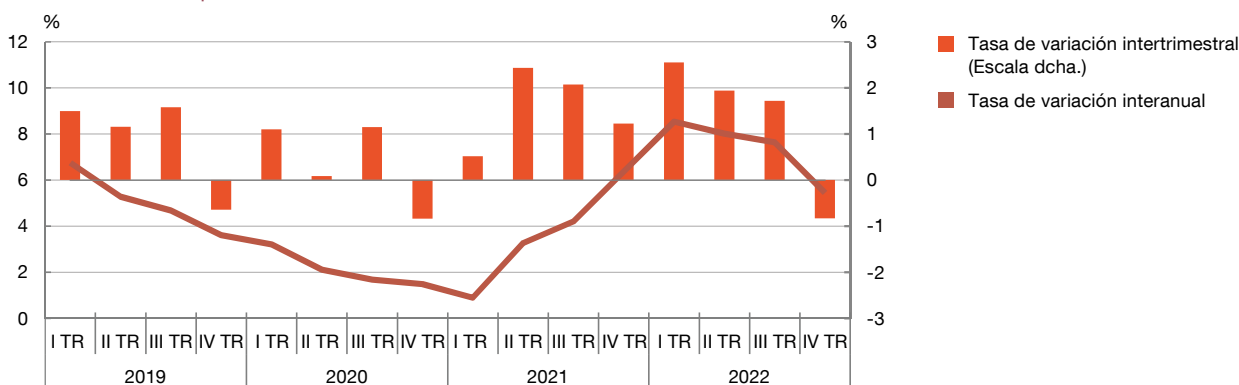
- Tanto el ritmo de ejecución de obra como las compraventas de vivienda vienen manteniendo una senda descendente desde el segundo trimestre de 2022 (véase gráfico 17.a).
- Estos desarrollos, en parte condicionados por el endurecimiento que están experimentando las condiciones de financiación en los últimos 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.

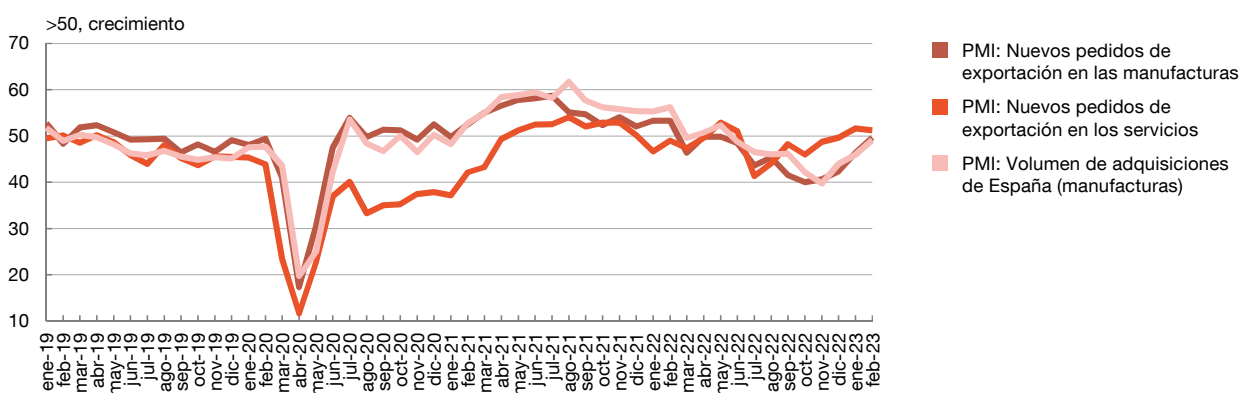


18 Las exportaciones netas habrían moderado su aportación al avance del producto en el primer trimestre del año, tras su elevada contribución en el último tramo de 2022

- 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 calidad⁵— 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.



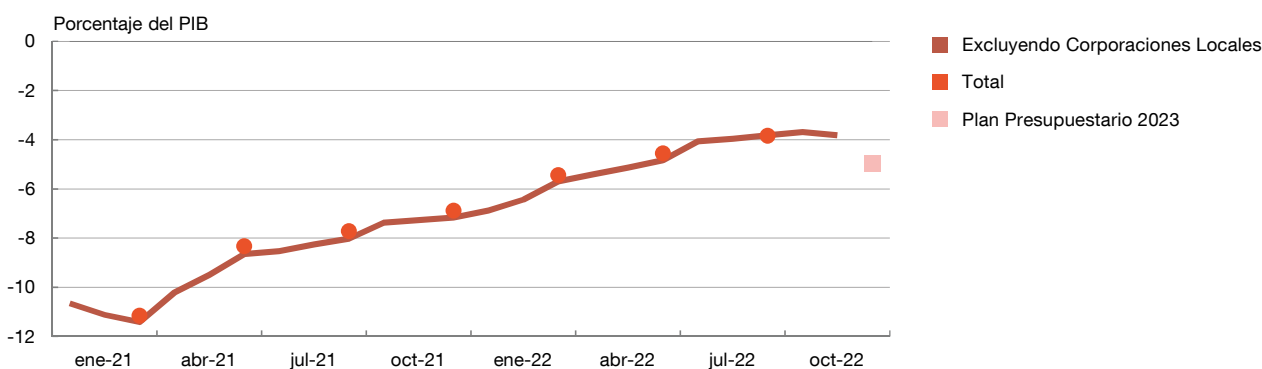
5 Véase Coral García Esteban, Ana Gómez-Loscos y César Martín-Machuca. (2023). “La recuperación del turismo internacional en España tras la pandemia”. *Boletín Económico – Banco de España*, 2023/T1, 8. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art08.pdf>

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

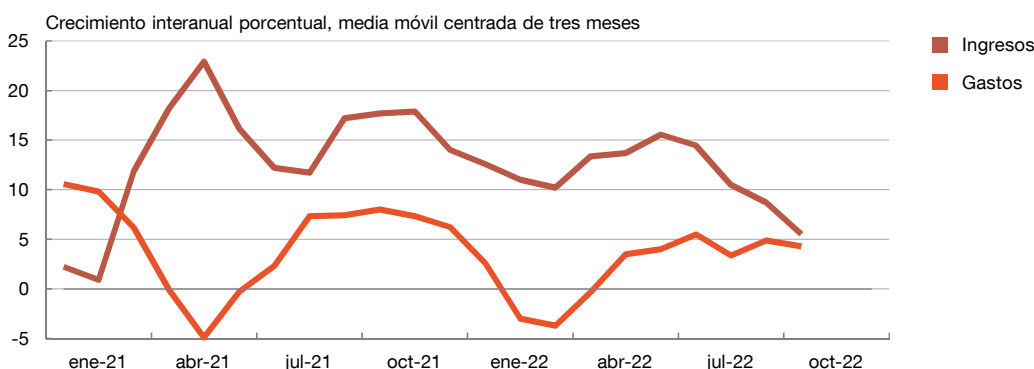
- El saldo acumulado de doce meses de las AAPP se situó en noviembre, último dato publicado por la IGAE, en el $-3,8\%$ del PIB, el mismo nivel que en septiembre y por encima del -5% previsto por el Gobierno en el último Plan Presupuestario (véase gráfico 19.a).
- En la segunda mitad de 2022, hasta noviembre, 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 impuestos⁶.
- 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.



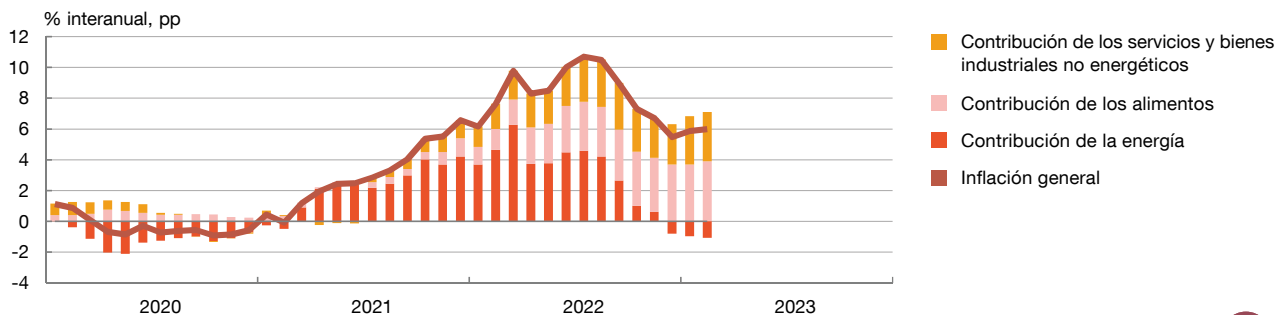
6 Esto contrasta con el comportamiento extraordinariamente positivo de los ingresos impositivos en los trimestres previos. Véase Esteban García-Mirallas y Jorge Martínez Pagés. (2023). "Los ingresos públicos tras la pandemia. Residuos fiscales e inflación". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 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 enero⁷.
- 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 2023⁸, 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 %⁹.

Gráfico 20

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



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

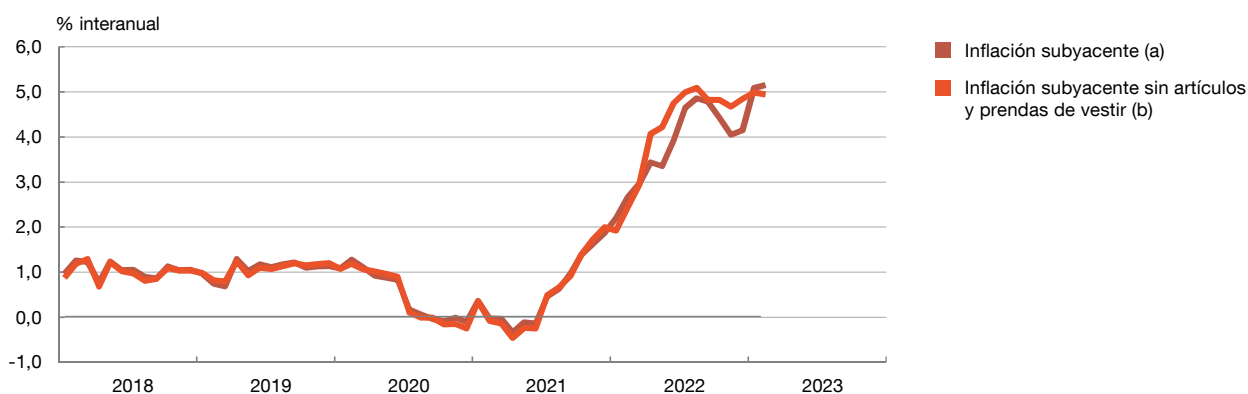
- El cambio ha supuesto un incremento del peso de los servicios en la cesta de consumo (desde el 40,2 % hasta el 45 %), mientras que se reduce el peso de la energía (desde el 11,7 % hasta el 9,8 %), de los alimentos (desde el 25,1 % hasta el 23,4 %) y de los bienes industriales no energéticos (desde 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

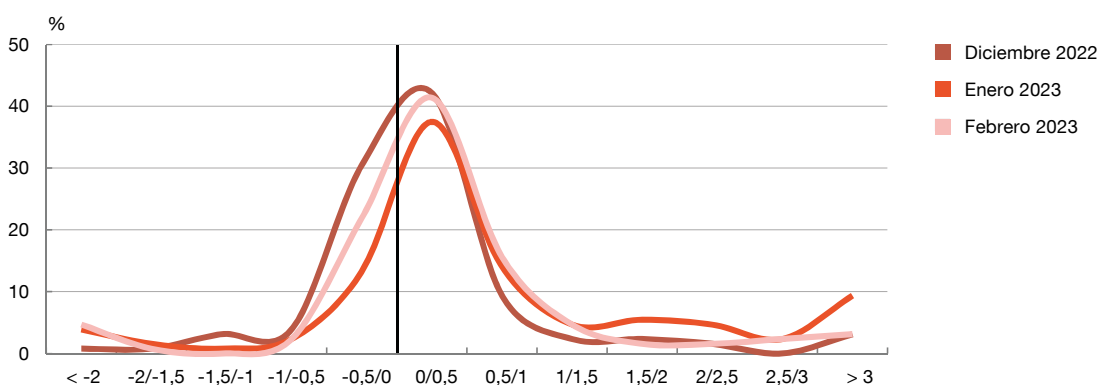
- La inflación subyacente —la general, excluidos los alimentos y la energía— alcanzó en febrero su máximo histórico, un 5,2 % (véase gráfico 21.a), pese al impacto de las medidas aprobadas en materia de transporte y de alquileres¹⁰.
- En todo caso, conviene mencionar que la evolución de la inflación 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.



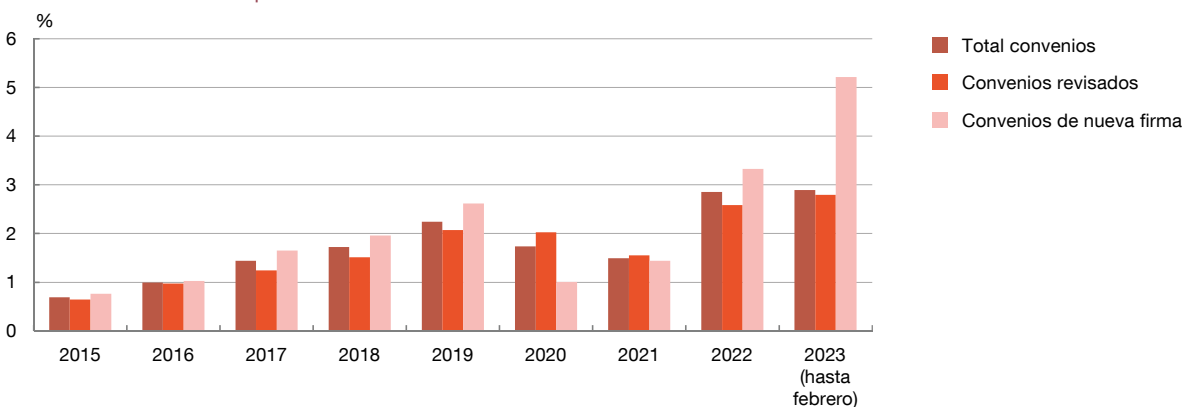
10 En particular, el Real Decreto-ley 20/2022, de 27 de diciembre, aprobó medidas relacionadas con descuentos en ciertos billetes de transporte terrestre de pasajeros y prorrogó el límite del 2 % para la actualización de los contratos de alquiler. En conjunto, estas medidas habrían restado entre 0,5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

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

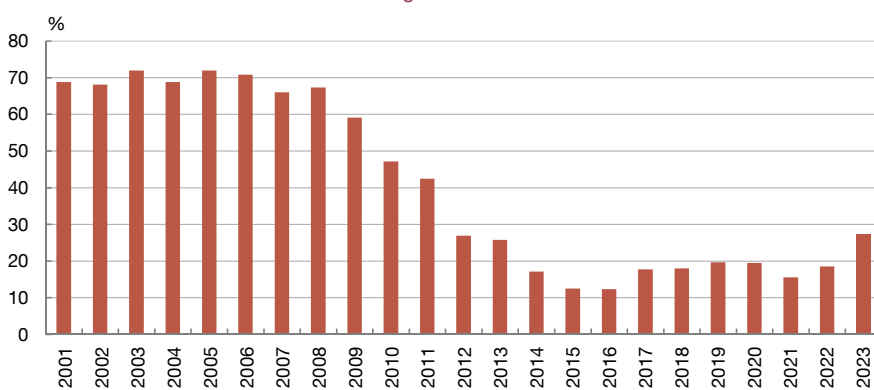
- Con la información disponible hasta el mes de febrero, el incremento salarial medio pactado en los convenios colectivos con vigencia en 2023 alcanzó el 2,9 %, en línea con lo pactado para 2022 (véase gráfico 22.a). No obstante, esta cifra refleja, mayoritariamente, lo pactado en convenios firmados 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 pp¹¹, similar a la estimada para 2021¹².

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.

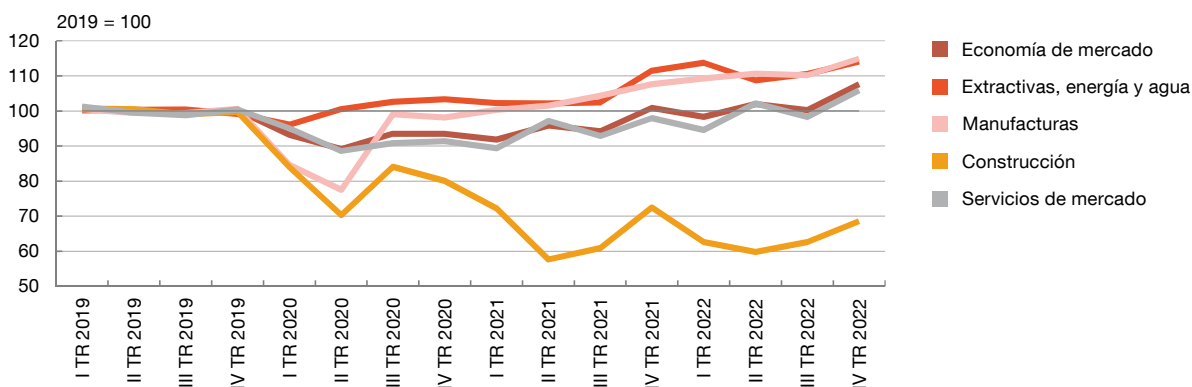
12 El grado de cobertura de las cláusulas de salvaguarda ante las sorpresas inflacionistas se habría situado en el entorno del 40 %, en línea con el observado en los últimos años. Véase Mario Izquierdo y José Luis Herrera. (2022). «Recuadro 6. Un análisis del contenido de las cláusulas de salvaguarda 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

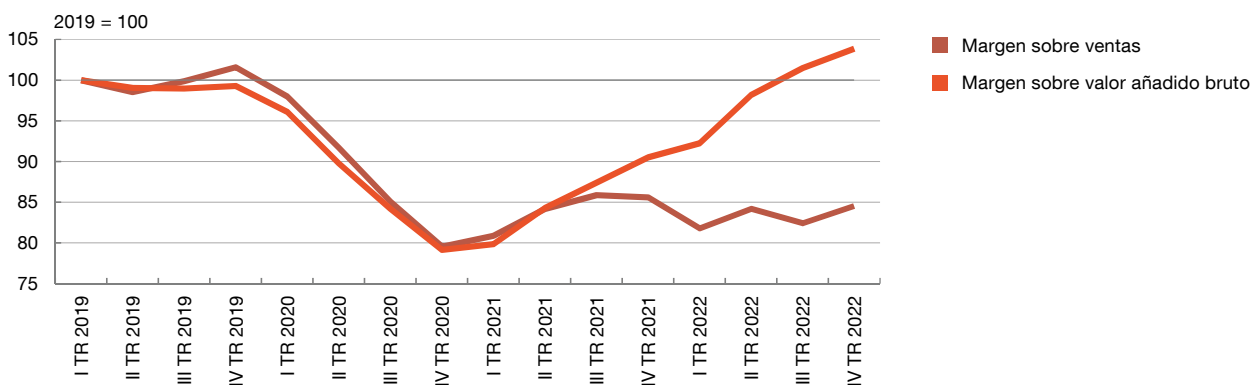
- De acuerdo con la información provisional de la Contabilidad Nacional para el cuarto trimestre de 2022, la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado aumentó en el tramo final del año pasado, de tal modo que se situó ligeramente por 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 empresas¹³.

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.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA (2023-2025)**

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)

Esta sección describe los rasgos más destacados de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española, 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 —que en 2022 avanzó un 5,5 % en términos reales— crecerá a tasas del 1,6 %, el 2,3 % y el 2,1 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente (véase cuadro 1)¹. Por el lado de los precios, la inflación general —que en el promedio de 2022 se situó en el 8,3 %— descenderá hasta el 3,7 % en 2023, permanecerá prácticamente estable en 2024 —en el 3,6 %— y se reducirá hasta el 1,8 % en 2025. Por su parte, el componente subyacente de los precios crecerá un 3,9 % este año —una décima más que en 2022— y se desacelerará hasta el 2,2 % y el 1,8 % en los dos años siguientes.

Actividad

La actividad económica en España mostró un reducido dinamismo en el último trimestre de 2022. En concreto, según los datos de avance publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el crecimiento del PIB fue, como en el tercer trimestre, del 0,2 %, una décima más de lo que el Banco de España había anticipado en sus proyecciones de diciembre². La elevada inflación y el tensionamiento de las condiciones financieras configuraron, en los meses finales de 2022, un contexto complejo para la toma de decisiones de gasto de los agentes privados. Con este trasfondo, la demanda interna detrajo 0,9 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del producto en el cuarto trimestre, con descensos significativos del consumo privado y de la formación bruta de capital. En consonancia con esta debilidad de la demanda interna, se produjo también una caída de las importaciones. Esta fue significativamente mayor que la de las exportaciones, de modo que, en términos netos, la demanda exterior realizó una aportación positiva —de 1,1 pp— al crecimiento del PIB en este período. Cabe destacar, además, que, al publicar estos datos del cuarto trimestre de 2022, el INE también revisó los correspondientes al resto del año, que apuntan a un mayor dinamismo de la actividad —que el previamente estimado—, sobre todo en el segundo trimestre.

1 Las proyecciones incorporan la nueva información conocida desde la fecha de cierre de las anteriores hasta el 2 de marzo, fecha de cierre de las actuales —salvo en lo que respecta a los supuestos referidos a la evolución de los mercados de exportación, que proceden de las proyecciones macroeconómicas del Banco Central Europeo (BCE) para el área del euro de marzo—. Por consiguiente, no incluyen información relativa al episodio de fuertes tensiones en los mercados financieros que comenzó el 8 de marzo. Por el contrario, la nueva información considerada incluye la estimación de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del cuarto trimestre de 2022 —que supuso, además, revisiones significativas de los datos de los tres trimestres anteriores— y las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales del tercer trimestre del año pasado, junto con la información coyuntural de más alta frecuencia conocida en el período transcurrido desde la elaboración de las proyecciones anteriores. Además, se han considerado los cambios observados en los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para la proyección de los distintos agregados macroeconómicos (véase cuadro 2).

2 Banco de España. (2022). "Recuadro 1. Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2022-2025): contribución del Banco de España al ejercicio conjunto de proyecciones con el Eurosistema de diciembre de 2022". En Informe trimestral de la economía española. En *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2022, pp. 37-48. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/22/T4/Fich/be2204-it-Rec1.pdf>

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025) (a)

Tasas de variación anual (%)

	PIB				IAPC				IAPC sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Marzo de 2023	5,5	1,6	2,3	2,1	8,3	3,7	3,6	1,8	3,8	3,9	2,2	1,8	12,9	12,7	12,3	12,0
Diciembre de 2022	4,6	1,3	2,7	2,1	8,4	4,9	3,6	1,8	3,8	3,4	2,2	1,8	12,8	12,9	12,2	12,0

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2022.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 2 de marzo de 2023.**b** Media anual.

Cuadro 2

Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

Tasas de variación anual (%), salvo indicación en contrario

	Proyecciones de marzo de 2023				Diferencia entre las previsiones actuales y las de diciembre de 2022 (b)		
	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mercados de exportación de España (c)	8,0	2,6	3,0	3,1	0,5	-0,1	0,0
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	103,7	81,9	77,2	73,6	-4,5	-2,5	-2,4
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,05	1,06	1,06	1,06	0,04	0,03	0,03
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	112,1	114,0	113,9	113,9	2,8	2,6	2,6
Tipos de interés a corto plazo (euribor a tres meses. Nivel) (e)	0,3	3,5	3,7	3,2	0,6	1,0	0,7
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años. Nivel) (e)	2,2	3,7	3,9	4,0	0,8	0,8	0,8

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2022.

- a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 15 de febrero para los mercados de exportación de España y 2 de marzo de 2023 para el resto de las variables. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b** Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c** Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2023*.
- d** Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e** Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

Al inicio de 2023, el gasto de empresas y de hogares ha seguido viéndose lastrado por la conjunción de diversos factores adversos. Entre dichos factores destaca la pérdida de poder adquisitivo acumulada por los hogares desde el comienzo del actual episodio inflacionista. La

prolongación de esta pérdida, aunque a menor ritmo, a lo largo de los últimos meses ha ido estrechando el margen para que sus efectos sobre el gasto puedan ser contrarrestados a través de disminuciones adicionales de la tasa de ahorro³. Un segundo factor que viene condicionando —de manera cada vez más intensa— el dinamismo del gasto de hogares y de empresas es el progresivo endurecimiento de las condiciones de financiación desde principios del año pasado, como resultado del cambio de tono de la política monetaria del área del euro en un contexto de elevadas presiones inflacionistas. En concreto, en términos acumulados, el BCE ha elevado sus tipos de interés oficiales en 3,5 pp desde julio del año pasado, de los cuales 1,5 pp son el resultado de decisiones adoptadas en sus tres últimas reuniones de política monetaria —en diciembre de 2022 y en febrero y marzo de este año—. En consonancia con este tensionamiento del tono de la política monetaria, el coste de la financiación de los agentes públicos y privados ha seguido aumentando en los últimos meses. De hecho, en el caso concreto del crédito bancario, la traslación del aumento de los tipos de interés de mercado al coste de las nuevas operaciones se ha intensificado en todos los segmentos, lo que ya se estaría viendo reflejado en una desaceleración de los flujos de financiación captados por las empresas y los hogares, que han pasado a mostrar ligeros descensos.

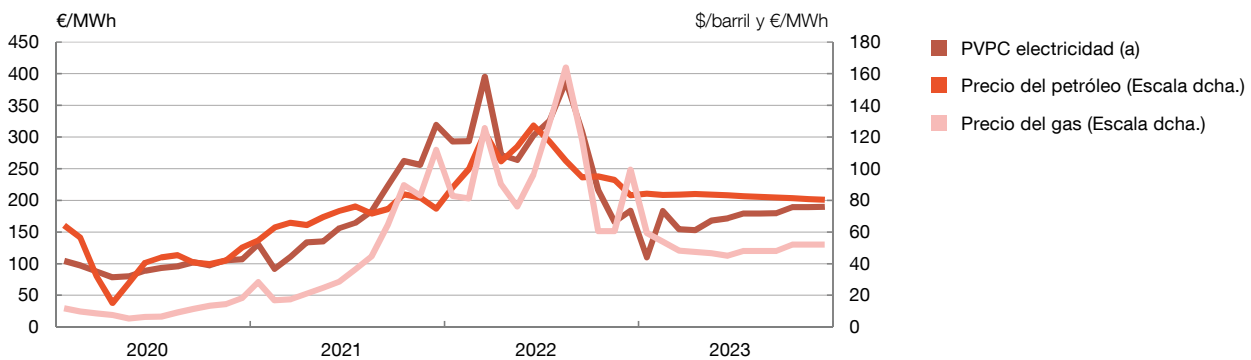
El abaratamiento de la energía se contrapone a estos desarrollos menos favorables y ha contribuido, más recientemente, al dinamismo de la actividad agregada. En la segunda mitad del año pasado, el precio del gas natural en los mercados europeos y en el mercado español inició una senda descendente, que se ha mantenido en los primeros meses de 2023 y ha supuesto una reversión —más acusada de lo previsto— de la perturbación de oferta negativa que las economías europeas sufrieron con especial intensidad en el tramo final de 2021 y en el primer semestre de 2022 (véase gráfico 1). De hecho, en la actualidad la cotización de esta materia prima se sitúa en niveles similares, o incluso inferiores, a los previos a la guerra en Ucrania, gracias a la reducción de su demanda —propiciada por las temperaturas suaves de la primera mitad del invierno y las medidas adoptadas para desincentivar su consumo— y a la diversificación de las fuentes de suministro. Todo ello ha propiciado que las reservas almacenadas de gas en Europa superen los niveles habituales para esta época del año, lo que ha alejado el riesgo de cortes de suministro y ha favorecido la recuperación de la confianza de los agentes económicos y el dinamismo de la actividad.

Además, la reapertura de la economía china tras el levantamiento de su política de «COVID cero» ha contribuido a una mejora de las perspectivas de la actividad a escala global. Los efectos de esta reapertura sobre las dinámicas de la inflación a escala mundial son, en todo caso, de una magnitud e, incluso, de un signo inciertos. Por una parte, en un contexto de menores restricciones sanitarias en China, el mayor dinamismo de la actividad en esta economía asiática comportará, previsiblemente, una mayor demanda de bienes producidos en el resto del mundo y de materias primas, lo que supondrá una cierta presión al alza sobre los precios a escala global

3 En todo caso, las medidas desplegadas por las autoridades para hacer frente a las consecuencias de la crisis energética, cuya vigencia temporal se ha extendido en diversas ocasiones, han seguido proporcionando un cierto apoyo al poder de compra de las rentas de hogares y de empresas. Para una evaluación del impacto de estas medidas sobre los hogares en función de su nivel de renta, véase Esteban García-Miralles (2023). “Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>

Gráfico 1

1.a Evolución de los precios de la energía



FUENTES: Mercado Ibérico del Gas, Operador del Mercado Ibérico-Polo Portugués y Reuters.

a Precio voluntario para el pequeño consumidor de la energía eléctrica.

—desarrollo que, a su vez, podría requerir un tono más contractivo de la política monetaria de algunos de los principales bancos centrales mundiales, como el BCE—. Por otra parte, sin embargo, la reapertura de la economía china podría favorecer una disolución más rápida de los cuellos de botella que todavía subsisten en las cadenas productivas y logísticas globales, lo que contribuiría a mitigar las presiones inflacionistas que, aunque en menor grado que en trimestres anteriores, todavía existen como consecuencia de dichos desajustes entre la oferta y la demanda mundiales de determinados bienes.

Como resultado conjunto de estos desarrollos, la evolución de la economía española en los primeros meses de 2023 estaría siendo, de acuerdo con la información aún incompleta que proporcionan los indicadores de actividad más recientes, algo más favorable de lo que se anticipaba en diciembre. En esta dirección apunta, por ejemplo, la mejora gradual de los indicadores de confianza que se ha producido en los últimos meses. Entre los indicadores de naturaleza cuantitativa, el crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social se intensificó en enero y, sobre todo, en febrero con respecto a los meses finales de 2022. Además, la recuperación de la actividad turística ha proseguido su curso, como apunta la estadística de las pernoctaciones de extranjeros, que, en enero, alcanzaron las cifras previas a la pandemia por primera vez desde el inicio de esta. Por otro lado, según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)⁴, la percepción de las empresas acerca de la evolución de su facturación en el primer trimestre de 2023 ha mejorado algo con respecto a las expectativas que estos mismos agentes albergaban, para este período, en la edición anterior de la encuesta. Tomando en consideración toda esta información, con las cautelas que se desprenden de su carácter parcial, se estima que el crecimiento intertrimestral del PIB en el primer trimestre del año se situará en el 0,3 %.

4 Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2023", *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2023, 21. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/BoletinEconomico/23/T1/Fich/be2301-art21.pdf>

A partir de la primavera, se espera que la actividad económica presente un grado de dinamismo creciente, si bien en una coyuntura aún muy incierta y en la que diversos factores seguirán induciendo una cierta debilidad sobre las dinámicas macrofinancieras de nuestra economía. Al incremento en el ritmo de avance del producto contribuirán, entre otros factores, la disminución prevista de las presiones inflacionistas —con la consiguiente recuperación de la confianza y de las rentas reales de los agentes—, el final de las alteraciones que aún persisten en las cadenas de aprovisionamiento global y la intensificación del despliegue de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU). No obstante, el crecimiento económico se verá contenido por el posible tensionamiento adicional que podrían experimentar las condiciones financieras —de acuerdo con las expectativas actuales en los mercados financieros—, así como por la culminación de la traslación de los aumentos pasados en los tipos de mercado a los nuevos tipos del crédito y a la carga financiera de los agentes endeudados —esto es, por el impacto retrasado sobre la actividad que estaría asociado con el endurecimiento acumulado que ya se ha producido en el tono de la política monetaria—.

En términos medios anuales, el avance del PIB se moderará sustancialmente en 2023, hasta el 1,6 % (véanse cuadro 3 y gráfico 2). La desaceleración con respecto a 2022, de 3,9 pp, se explica por la debilidad de la actividad en el segundo semestre del pasado año —que ejerce un efecto arrastre negativo⁵ sobre la tasa media de avance del PIB en 2023— y en el primer trimestre de este ejercicio, sin que dicha debilidad llegue a ser compensada por el crecimiento gradualmente mayor que se espera en el resto del año. No obstante, la intensificación progresiva del avance del producto a lo largo de 2023 —sustentada, fundamentalmente, en la recuperación del consumo privado y de la formación bruta de capital— permitirá alcanzar una tasa de crecimiento del 2,3 % en el promedio anual de 2024, antes de moderarse hasta el 2,1 % en 2025 —avance que aún estaría por encima de la tasa de crecimiento potencial de nuestra economía—. Bajo la trayectoria proyectada, el PIB español recuperará su nivel previo a la pandemia en el segundo semestre de este año.

La creación de empleo se prolongará a lo largo del horizonte de proyección, en consonancia con el avance de la actividad. El aumento de la ocupación permitirá que, a pesar del aumento de la población activa, la tasa de paro siga descendiendo.

Las actuales proyecciones comportan, en comparación con las precedentes, una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2023 de 0,3 pp (véase gráfico 3.a). Esta revisión es consecuencia, principalmente, del efecto arrastre sobre la tasa media anual de 2023 que se desprende del avance de la CNTR del cuarto trimestre de 2022 publicada por el INE a finales de enero. Como se ha mencionado, esta información provisional implica una revisión al alza sustancial en las tasas de crecimiento del PIB en el primer semestre de 2022 y una ligera sorpresa positiva en cuanto al ritmo de avance del producto en el último trimestre del año pasado en comparación con el contemplado en las previsiones del Banco de España de diciembre. Por su parte, los nuevos supuestos sobre los que se asienta el ejercicio de proyecciones también

5 José González Mínguez y Carmen Martínez Carrascal. (2019). “La relación entre las tasas de variación medias anuales y las intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2019, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/9691>

Cuadro 3

Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen (%) y en porcentaje del PIB

	2022	Proyecciones de marzo de 2023			Proyecciones de diciembre de 2022		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
PIB	5,5	1,6	2,3	2,1	1,3	2,7	2,1
Consumo privado	4,3	1,2	2,3	2,2	1,9	2,8	2,1
Consumo público	-0,9	0,5	0,8	1,2	0,3	0,9	1,2
Formación bruta de capital fijo	4,3	0,3	3,9	3,0	1,6	3,0	2,3
Exportación de bienes y de servicios	14,9	3,1	2,9	3,0	3,8	3,0	3,1
Importación de bienes y de servicios	7,7	1,8	3,1	3,1	4,3	2,5	2,9
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	1,0	2,3	2,1	1,4	2,4	1,9
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	2,6	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,2
PIB nominal	10,1	5,3	5,4	4,1	5,8	5,9	4,4
Deflactor del PIB	4,4	3,6	3,0	1,9	4,5	3,2	2,2
IAPC	8,3	3,7	3,6	1,8	4,9	3,6	1,8
IAPC sin energía ni alimentos	3,8	3,9	2,2	1,8	3,4	2,2	1,8
Empleo (horas)	4,1	0,9	1,3	1,0	0,5	1,6	1,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,9	12,7	12,3	12,0	12,9	12,2	12,0
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	2,1	2,3	2,1	1,5	2,1	2,4	2,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,6	-4,1	-3,5	-4,4	-4,1	-3,7	-4,5
Deuda de las AAPP (% del PIB)	113,1	111,1	108,8	109,9	110,6	108,8	109,8

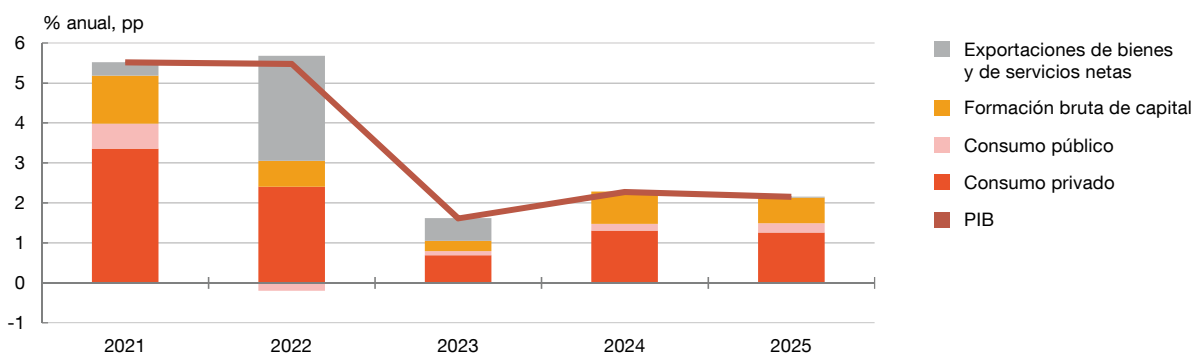
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2022.

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

Gráfico 2

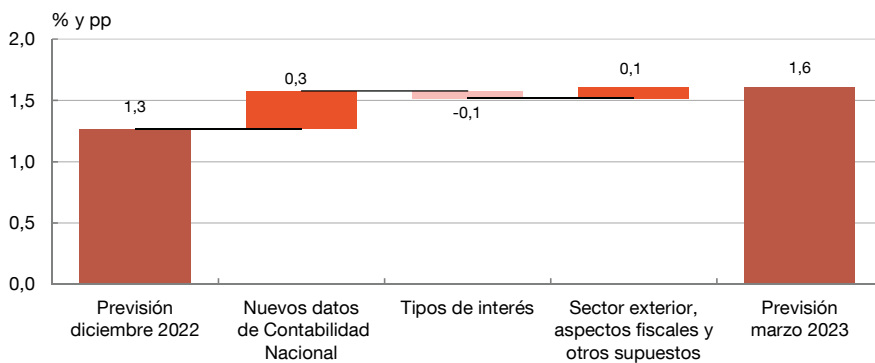
2.a Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes



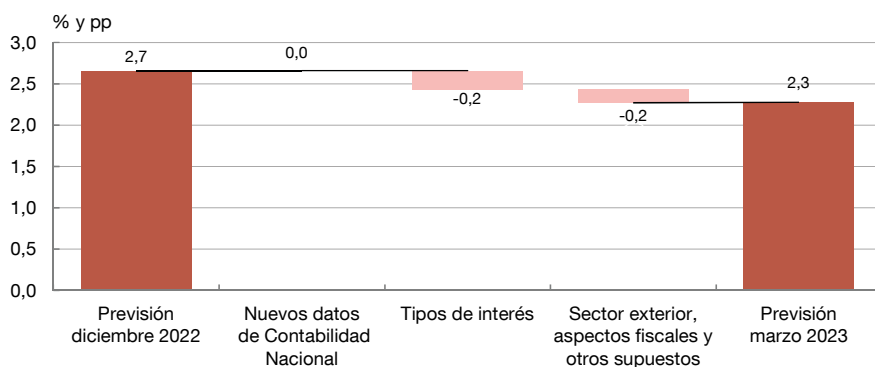
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Gráfico 3

3.a Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2023



3.b Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2024



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

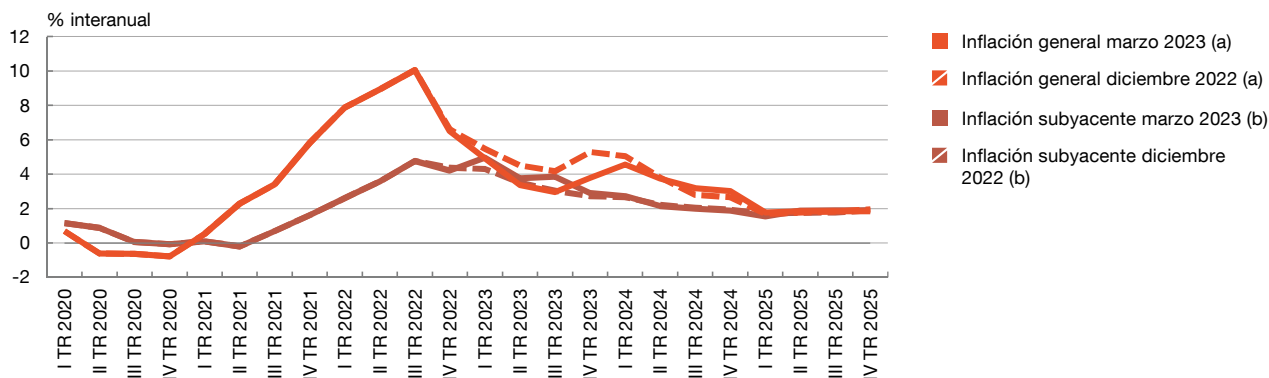
contribuyen, en términos netos, a elevar ligeramente el crecimiento del PIB en 2023. En particular, los supuestos referidos a los mercados exteriores y a las variables fiscales son ahora algo más favorables para el crecimiento en el año en curso, lo que compensa el impacto negativo asociado a la revisión al alza que se incorpora en cuanto a la evolución futura de los tipos de interés. En contraposición, los cambios en los supuestos se traducen en una revisión a la baja, de 0,4 pp, en el avance del PIB en 2024 (véase gráfico 3.b).

Precios y costes

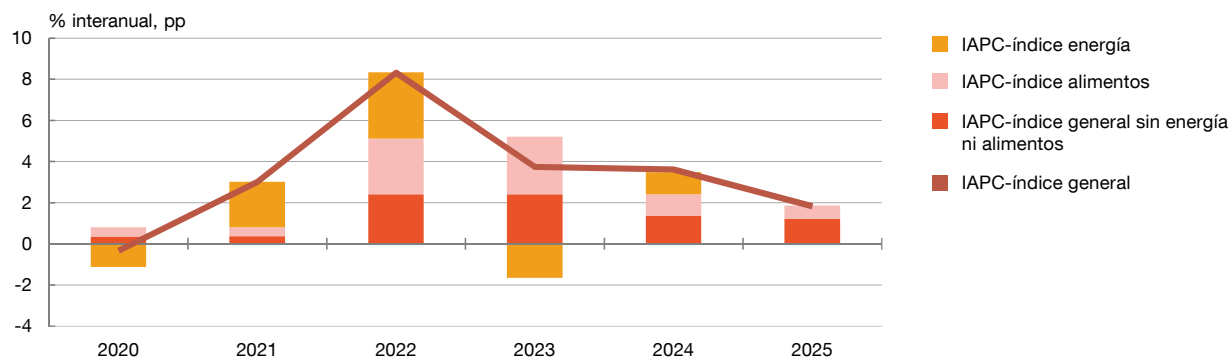
La significativa reducción de los precios de los bienes de consumo energéticos en los últimos meses ha hecho que este componente de la inflación haya pasado a mostrar tasas de variación interanuales negativas desde el comienzo del año. En particular, como ya se ha mencionado, el descenso de los precios del gas ha sido muy notable. La dinámica de los precios energéticos también se ha visto influida por dos factores adicionales: la finalización, al terminar el año pasado, del subsidio general de 0,2 euros por litro de combustible repostado —aspecto

Gráfico 4

4.a Evolución de la inflación general y subyacente



4.b Evolución de la inflación y contribución de sus componentes



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

que ya estaba incorporado en el escenario central del ejercicio de previsiones del Banco de España de diciembre— y el cambio metodológico introducido por el INE a comienzos de 2023 en la medición de la evolución de los precios de la electricidad y del gas⁶.

A pesar de la intensa corrección de los precios energéticos, la tasa de inflación general se ha elevado hasta el 6% en febrero, con lo que se ha interrumpido la senda descendente que esta variable presentó entre julio y diciembre de 2022 (véase gráfico 4.a). Este repunte ha reflejado la aceleración generalizada de la inflación de todos los agregados no energéticos: de los alimentos —cuya tasa de variación se ha visto moderada solo parcialmente por la rebaja del IVA aprobada para

6 En concreto, a partir de enero se ha ampliado la cobertura de la tipología de contratos incluidos en el cálculo de los precios del gas y de la electricidad, al incorporar la parte relativa al mercado libre. Considerado aisladamente, se estima que este cambio habría contribuido a elevar la tasa de inflación general en enero en 0,4 pp.

algunos de ellos desde el comienzo del año⁷—, de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. En particular, la inflación subyacente ha aumentado desde el 4,1 % en diciembre hasta el 5,2 % en febrero, la tasa más alta desde el comienzo de la serie en 1997. Esta evolución de la inflación subyacente refleja, probablemente, el hecho de que la transmisión de los aumentos pasados de los costes energéticos a los precios finales de los bienes y servicios de consumo, que está sometida a ciertos desfases, no llegó a completarse plenamente en 2022. Además, la resistencia a la baja de la inflación subyacente quizá podría responder también a la existencia de una posible asimetría en los procesos de traslación a estos precios de las variaciones en los costes energéticos, de modo que la transmisión de una reducción de estos costes —como la observada recientemente— podría ser menos intensa o mostrar un mayor retardo que la asociada a un aumento de estos —como el que se produjo durante buena parte de 2021 y en el primer semestre de 2022—.

En el período de proyección, se contempla una moderación gradual de la tasa de variación del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) general desde sus niveles actuales.

En 2023, esta evolución responderá principalmente a la reducción esperada de la contribución al avance de los precios del componente de energía (véase gráfico 4.b). La ralentización de este componente se explica por dos razones principales. La primera de ellas es la presencia de efectos base negativos, dado que el avance interanual de los precios en los próximos meses se calculará en comparación con los niveles observados en los mismos meses de 2022, que fueron muy elevados debido a la intensificación de la crisis energética que se produjo entonces. El segundo factor es el abaratamiento esperado de las materias primas energéticas en los próximos meses de acuerdo con sus cotizaciones en los mercados de futuros, que se traducirá en disminuciones adicionales en los precios de los carburantes y del gas. Como resultado de todo ello, la tasa de inflación descenderá, en términos de medias anuales, desde el 8,3 % en 2022 hasta el 3,7 % en 2023. El supuesto realizado de que las principales medidas desplegadas por las autoridades para mitigar los efectos de la crisis energética expirarán al final de 2023 impedirá que se observen reducciones adicionales significativas en la tasa de inflación general promedio en 2024. En particular, en dicho ejercicio la aceleración del componente energético prácticamente compensará la ralentización que se anticipa en la inflación subyacente y en la de los alimentos, de modo que la inflación general en 2024 se situará en el 3,6 %, antes de descender nuevamente en el último año del horizonte de proyección hasta el 1,8 %.

La reducción de la tasa de inflación subyacente a lo largo del período de proyección se prevé más lenta que la de la inflación general (véase gráfico 4.a).

De hecho, las dinámicas más recientes apuntan a que, a pesar de que la inflación subyacente empezará a moderarse en torno a la primavera, en el promedio de 2023 esta aumentará una décima con respecto a la observada en 2022, hasta el 3,9 %. La ralentización progresiva de la inflación subyacente se sustentará, fundamentalmente, en el desvanecimiento de las distorsiones que todavía persisten en las cadenas globales de suministro, en el impacto gradual del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda y en la progresiva traslación —con un cierto retardo— de las

7 Con el Real Decreto-ley 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 al nivel anterior el 1 de mayo de 2023 si la tasa interanual de la inflación subyacente del mes de marzo fuese inferior al 5,5 %.

reducciones recientes de los costes energéticos a los precios del resto de bienes y de servicios. Como resultado de todo ello, las tasas de este indicador alcanzarán promedios anuales del 2,2 % en 2024 y del 1,8 % en 2025.

En todo caso, estas proyecciones de precios descansan sobre dos supuestos cruciales.

Por un lado, se asume que la transmisión de las alzas pasadas de costes está próxima a culminarse y que, en los próximos meses, comenzará a prevalecer la traslación de las bajadas recientes. Por otro lado, se supone que, en línea con la evidencia disponible hasta la fecha, no se producirán a lo largo del horizonte de proyección efectos de segunda vuelta significativos que puedan desencadenar fenómenos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas.

Las proyecciones actuales incorporan, en comparación con las anteriores, una revisión al alza de la inflación subyacente y de la de los alimentos en 2023, pero una corrección significativa a la baja de la inflación general. En 2023, el aumento del ritmo de avance previsto para los precios de los alimentos y del componente subyacente responde, fundamentalmente, a las sorpresas recientes al alza que han mostrado estas rúbricas y que solo se ven compensadas parcialmente por unos avances más moderados de estos precios en el futuro. No obstante, la significativa reducción que los precios de la energía han experimentado en los últimos meses —más intensa que la anticipada en las proyecciones de diciembre—, unida a un tipo de cambio más apreciado, induce un ajuste muy sustancial en el componente energético en 2023, que más que compensa las presiones inflacionistas adicionales que provienen del componente subyacente y de los alimentos. En 2024 y 2025, las tasas de inflación previstas solo presentan ligeras variaciones con respecto a las anticipadas en diciembre, tanto en el caso del indicador general como en el del componente subyacente (véase gráfico 4.a).

Riesgos

En un contexto de elevada incertidumbre, los riesgos que rodean a la materialización del escenario de actividad e inflación que se acaba de describir son muy pronunciados, estando orientados a la baja en términos de la actividad económica y equilibrados con respecto a la inflación. Algo más de un año después del inicio de la invasión rusa de Ucrania, la incertidumbre geopolítica se mantiene en niveles muy altos. Como consecuencia de ello, la evolución de los precios de la energía puede seguir trayectorias muy distintas de la contemplada en el escenario central de estas proyecciones —que, como es habitual, refleja las cotizaciones actuales en los correspondientes mercados de futuros de las materias primas energéticas—. En el caso concreto del gas, las incertidumbres acerca de la evolución de su precio se ven agudizadas, además, por las dificultades para estimar el impacto de la reapertura de la economía china sobre sus compras de gas natural licuado. En todo caso, la disminución de la demanda europea de gas en el transcurso de este invierno ha permitido reducir drásticamente el riesgo de que, a corto plazo, puedan llegar a producirse restricciones en el suministro de esta materia prima en las principales economías europeas.

Junto con estas incertidumbres acerca de la evolución de los precios energéticos en el futuro, la transmisión de sus movimientos pasados a los precios de consumo en los

próximos trimestres puede ser estimada solamente de forma muy imprecisa. Existe evidencia de que la traslación del alza observada en el componente energético del IAPC entre comienzos de 2021 y mediados de 2022 hacia la tasa de variación de los precios del resto de los bienes y servicios que componen la cesta de consumo ha sido notablemente más intensa que la observada, por término medio, en las últimas décadas⁸. Sin embargo, hay bastante incertidumbre acerca de la porción de esa transmisión que estaría aún pendiente de producirse. En este sentido, la resistencia a la baja que la inflación subyacente ha mostrado recientemente y la información proporcionada por la EBAE parecen sugerir que las empresas están repercutiendo todavía a sus precios de venta una parte de los aumentos de costes pasados. Adicionalmente, esta transmisión incompleta de esos incrementos de costes observados hasta mediados de 2022 interactúa, de un modo difícil de determinar, con las reducciones más recientes de los precios de numerosas materias primas, energéticas y no energéticas.

Del ritmo de reducción de la inflación, muy incierto, dependerán otros aspectos macrofinancieros clave estrechamente relacionados entre sí. Entre otros, la fortaleza de la demanda —pues la inflación condiciona la evolución del poder adquisitivo de los hogares y de las empresas—, la probabilidad de que se desencadene un fenómeno de realimentación entre los crecimientos de los precios y de los salarios —tanto mayor cuanto más persistente sea el episodio inflacionista actual—, y el grado de tensionamiento necesario que deberá adoptar la política monetaria —cuyo impacto sobre la vulnerabilidad financiera de hogares y de empresas, sobre sus decisiones de consumo e inversión, y sobre el conjunto de la demanda agregada es, asimismo, muy incierto—. Este último aspecto ha cobrado una mayor relevancia recientemente con el desencadenamiento de un episodio de fuertes tensiones financieras, que ha surgido como resultado de la generalización de las dudas, en los mercados de capital internacionales, en cuanto a la solidez de algunas entidades financieras, en un contexto en el que, desde una perspectiva histórica, los tipos de interés han ido aumentando de forma muy intensa, rápida y sincronizada a escala global en los últimos trimestres. En estos momentos, no es posible precisar si, de cara al futuro más inmediato, estas tensiones financieras persistirán o si, por el contrario, se reducirán de forma paulatina. En cualquier caso, parece probable que la incertidumbre que ya se ha generado en cuanto a la solidez del sistema financiero internacional ejerza un cierto efecto adverso sobre el desarrollo de la actividad económica en los próximos trimestres y contribuya, asimismo, a debilitar la dinámica inflacionista.

Existen, además, otras fuentes de incertidumbre procedentes tanto del entorno exterior como de diversos desarrollos a escala doméstica. Así, por ejemplo, en el ámbito internacional, como se ha señalado, son inciertos los efectos de la reapertura de la economía china sobre la actividad y la inflación en terceros países, como España. En el terreno puramente doméstico, como en el pasado reciente, subsisten incertidumbres, por ejemplo, acerca de la posible contribución al consumo privado del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia, y en torno al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU y a su capacidad para incrementar el crecimiento potencial de la economía.

8 José González Mínguez, Samuel Hurtado, Danilo Leiva-León y Alberto Urtasun. (2023). “De la energía al resto de los componentes: la generalización del fenómeno inflacionista”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 02. <https://doi.org/10.53479/24995>.

Anejo 1

Supuestos que subyacen a las proyecciones

En comparación con las proyecciones de diciembre, las diferencias más destacadas en los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para el ejercicio de previsiones se observan en los precios de la energía —que son ahora más reducidos en el caso del petróleo y del gas—, en los tipos de interés —más altos que entonces, tanto a corto como a largo plazo— y en el ritmo de crecimiento de los mercados de exportación —que se revisa al alza en 2023, en parte por las sorpresas positivas en la evolución de la actividad económica mundial en el tramo final de 2022—. Por su parte, el tipo de cambio del euro está ahora algo más apreciado que en el anterior ejercicio de previsión (véase cuadro 2).

Los supuestos fiscales incorporan un saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas al cierre de 2022 algo más negativo de lo previsto en diciembre. Esto responde a la notable desaceleración reciente de los ingresos por impuestos indirectos y al comportamiento más dinámico de lo esperado del consumo público en la parte final del año pasado.

De cara al año en curso, el paquete de medidas aprobado el pasado 27 de diciembre⁹ para mitigar las consecuencias de la crisis energética extendió a 2023 algunas de las medidas aplicadas el año pasado e introdujo otras nuevas. Todo ello con un coste presupuestario total estimado de 0,6 pp del PIB en 2023¹⁰. El grueso de estas medidas —rebajas de impuestos sobre la energía, aumentos del ingreso mínimo vital y de las pensiones no contributivas, y subvenciones al transporte— ya estaba incorporado en los supuestos del ejercicio de proyecciones de diciembre. Por tanto, en relación con dicho ejercicio, las medidas novedosas se reducen a la rebaja del IVA de los alimentos, al cheque a hogares vulnerables y a las nuevas ayudas a transportistas y empresas, actuaciones que, en conjunto, supondrían en torno a 0,2 pp del PIB. Se asume que el período de vigencia de todas las medidas contenidas en el Real Decreto-ley 20/2022 es el establecido en la propia norma —no se contemplan prórrogas adicionales—, con lo que ninguna de las actuaciones enumeradas anteriormente estaría activa en 2024 o 2025.

Por otro lado, en 2023 entran en vigor varias medidas de aumento de ingresos aprobadas previamente, como las nuevas cotizaciones sociales del denominado «Mecanismo de Equidad Intergeneracional», los gravámenes temporales a las empresas energéticas y financieras, el impuesto temporal de solidaridad de las grandes fortunas y los distintos cambios impositivos incluidos en la Ley de Presupuestos Generales del Estado de 2023. En conjunto, todas estas medidas —que ya estaban incorporadas en el ejercicio de proyecciones de diciembre— suponen unos 0,5 pp del PIB de mayores recursos, si bien el grueso de estos —unos 0,4 pp— tendría carácter transitorio y desaparecería en 2025.

En el resto del horizonte de proyección continúa asumiéndose una cierta corrección del aumento excepcional de la ratio de ingresos públicos sobre PIB registrado desde el inicio de la pandemia

9 Real Decreto-ley 20/2022.

10 Otros 0,2 pp corresponden a medidas del real decreto-ley con impacto en 2022.

de COVID-19, así como un incremento del gasto en defensa, en línea con los anuncios hechos por el Gobierno. Por lo demás, las previsiones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. Así, las partidas sujetas a una mayor discrecionalidad —como, por ejemplo, las compras— evolucionarán en línea con el crecimiento potencial de la economía española. Por su parte, la inversión pública y las transferencias de capital pagadas evolucionarán de acuerdo, fundamentalmente, con los supuestos realizados sobre la ejecución del programa NGEU y con el anunciado aumento de los gastos en defensa. Además, la recaudación tributaria crecerá en línea con las bases impositivas, mientras que el gasto en pensiones, en prestaciones por desempleo y en pago de intereses evolucionarán de acuerdo con sus determinantes habituales¹¹.

En conjunto, una vez que se tiene en cuenta el impacto de los fondos europeos, el tono esperado de la política fiscal en 2023, medido por la variación del saldo estructural primario, sería ligeramente expansivo¹². Esto se debería al aumento del gasto en pensiones y a las mayores inversiones financiadas con el programa NGEU, que compensarían con creces el impacto de los nuevos impuestos y la retirada de algunas medidas de gasto transitorias —como la subvención general a los carburantes o las medidas remanentes ligadas al COVID-19—. En 2024, la retirada que se asume de las medidas de apoyo desplegadas en respuesta al aumento de los precios energéticos generaría un impulso fiscal contractivo, mientras que este sería claramente expansivo en 2025. En este último año, al aumento estructural del gasto —principalmente por las pensiones— y a la reducción de ingresos —por la reversión parcial de las sorpresas en la recaudación que han tenido lugar en 2020-2022— se uniría la cancelación prevista de los gravámenes transitorios introducidos en 2023.

11 Estos determinantes son las tendencias demográficas y la indiciación de su importe con el IPC —en el caso de las pensiones—, la evolución del paro —para las prestaciones por desempleo— y el endeudamiento público, los tipos de interés y el coste de los bonos indiciados a la inflación —en el caso de los pagos por intereses—.

12 Los fondos del PRTR no afectan al déficit de las AAPP españolas, pero permiten un mayor nivel de gasto sin que los recursos correspondientes deban detraerse de los agentes residentes. Por tanto, comportan un impulso expansivo que no se refleja en la variación del saldo estructural.