

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

Índice

EDITORIAL 4

INFORME 8

Contexto global

- 1 La actividad económica mundial ha experimentado una cierta desaceleración en los últimos meses 8
- 2 La inflación general ha seguido su senda de moderación a escala global, si bien los precios del petróleo han aumentado más de lo esperado y la inflación subyacente se mantiene en niveles elevados 9
- 3 La desaceleración en el ritmo de endurecimiento de la política monetaria global ha continuado en los últimos meses, con algunos bancos centrales reduciendo ya sus tipos de interés 10
- 9 La creación de empleo se habría ralentizado en el conjunto del tercer trimestre, tras el elevado dinamismo mostrado en los primeros meses del año 16
- 10 Las condiciones financieras del sector privado español han seguido endureciéndose 17
- 11 Favorecido por las actividades relacionadas con el ocio y el turismo, el consumo privado habría avanzado en los meses de verano, si bien a un ritmo inferior al observado en el segundo trimestre 18
- 12 El dinamismo de la inversión se habría ralentizado en el tercer trimestre, después del intenso repunte que esta partida experimentó en el trimestre precedente 19
- 13 La fortaleza de los ingresos por turismo durante los meses de verano probablemente contribuya a mejorar la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento en el tercer trimestre 20

Contexto económico de la UEM

- 4 En el área del euro, la actividad económica ha mostrado una debilidad más intensa de lo previsto 11
- 5 En la UEM, la inflación general se mantuvo estable en julio y agosto, en parte debido al repunte del componente energético de los precios y a la persistencia de unas tasas de inflación subyacente elevadas 12
- 6 En septiembre, el BCE subió los tipos de interés oficiales por décima vez consecutiva para reforzar el progreso de la inflación hacia el objetivo del 2% a medio plazo 13
- 14 A pesar del avance de los gastos, la reducción del déficit público ha continuado en los últimos meses gracias al elevado dinamismo de los ingresos 21
- 15 La inflación general ha repuntado ligeramente en julio y en agosto, condicionada por el aumento del precio del petróleo y por distintos efectos base 22
- 16 Los salarios negociados mantuvieron un repunte moderado en los meses de verano, en un contexto de notable aumento de los costes no salariales 23

Economía española

- 7 En España, el PIB avanzó ligeramente por debajo de lo esperado en el segundo trimestre, debido, principalmente, al notable retroceso que sufrieron las exportaciones 14
- 8 La información coyuntural más reciente sugiere que el dinamismo de la actividad económica española podría haberse desacelerado ligeramente en el tercer trimestre 15
- 17 Los márgenes empresariales habrían mostrado una cierta moderación en la primera mitad de 2023, si bien con una elevada heterogeneidad entre sectores 24
- 18 Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan a la baja el crecimiento del PIB en 2024 y al alza la tasa de inflación general en 2023 y 2024 25

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2023-2025) 27

EDITORIAL

Editorial

La actividad económica global se ha moderado en los últimos meses. En el segundo trimestre, la desaceleración fue particularmente acusada en China, en un contexto de notable debilidad de su sector inmobiliario. Por el contrario, otras economías presentaron un mayor dinamismo. En particular, destacó Estados Unidos, donde la fortaleza de su mercado laboral permitió mantener el vigor de la demanda interna. En cuanto al tercer trimestre, la evidencia disponible sugiere una desaceleración adicional de la actividad mundial, con un patrón divergente, de nuevo, por áreas geográficas. Por sectores, las manufacturas siguen mostrando una considerable debilidad, especialmente en comparación con los servicios, si bien el mayor dinamismo de estos últimos ha tendido a atenuarse en los meses de verano.

La economía del área del euro ha continuado experimentando una cierta atonía. El PIB de la eurozona se estancó en el último trimestre de 2022 y únicamente avanzó un 0,1 % en cada uno de los dos primeros trimestres de 2023. Los indicadores PMI, disponibles hasta agosto, sugieren una intensificación de la debilidad de la actividad en los meses de verano. Al igual que ocurre a escala global, la evolución de la actividad ha sido particularmente desfavorable en las ramas manufactureras, cuyas perspectivas no son halagüeñas —a la luz del mal comportamiento de los pedidos— con el trasfondo de la moderación de la demanda exterior al área del euro y del tensionamiento de las condiciones financieras. Por su parte, los servicios han mostrado también señales de debilitamiento a lo largo del verano, acusando, probablemente, la propagación del escaso dinamismo de las ramas industriales y el posible agotamiento del impulso recibido por la demanda embalsada tras la pandemia.

A pesar del endeble crecimiento del producto, el ritmo de creación de empleo en la eurozona ha sido relativamente robusto. En efecto, frente al avance del PIB del 0,2 % en términos acumulados entre el último trimestre de 2022 y el segundo de 2023, el empleo ha aumentado casi un 1 %. Las razones para esta aparente discrepancia —que también se observa en otras economías mundiales— incluyen, posiblemente, el hecho de que la composición del crecimiento económico reciente haya estado sesgada hacia los servicios —más intensivos en mano de obra que la industria— y un cierto fenómeno de acaparamiento del empleo por parte de las empresas. Esto último respondería a un contexto en el que los mercados laborales se encuentran tensionados —como muestran los reducidos niveles de las tasas de paro y las elevadas cifras de vacantes no cubiertas—, lo que llevaría a las empresas a retener a los trabajadores ante desaceleraciones modestas y, en principio, transitorias de la actividad.

Durante el verano, la inflación general en la Unión Económica y Monetaria se ha mantenido relativamente estable, si bien este comportamiento agregado enmascara dinámicas muy diferentes en sus principales componentes. En los últimos meses, los precios de los alimentos y de los bienes industriales no energéticos han prolongado la desaceleración que vienen mostrando desde el inicio del año. Por su parte, aunque la inflación de los servicios flexionó en

agosto ligeramente a la baja —tras las alzas de los meses precedentes—, el ritmo de variación de este componente de los precios de consumo sigue siendo muy elevado. Todo ello, en un contexto en el que la demanda de servicios de ocio y hostelería está experimentando una notable fortaleza y la dinámica de los costes salariales —que en estas ramas tienen un peso muy elevado en la estructura de costes— apenas muestra indicios de ralentización. Por último, la inflación del componente energético sorprendió en agosto al alza, impulsada por el repunte del precio del petróleo, cuyo origen se sitúa en los recortes de oferta introducidos por algunos de los principales países productores.

La actividad de la economía española ha dado también muestras de debilitamiento en los meses de verano. Tras crecer un 0,4 % en el segundo trimestre, la información más reciente disponible sugiere un avance del PIB en el entorno del 0,3 % en el trimestre en curso. En esta dirección apuntan, en particular, los indicadores PMI, que han profundizado la senda descendente que iniciaron en primavera, y los resultados de la última Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), que señalan un debilitamiento de la facturación de las empresas en el tercer trimestre¹. La afiliación a la Seguridad Social ha mostrado un comportamiento más sostenido en el período más reciente. No obstante, los crecimientos intermensuales del empleo en el segundo cuatrimestre del año han sido, por término medio, claramente inferiores a los del período de enero-abril.

En todo caso, el PIB está mostrando un dinamismo comparativamente mayor en España que en otros países del área del euro. Este comportamiento más favorable se explica, sobre todo, por las diferencias en la composición sectorial de la economía. En concreto, la mayor fortaleza reciente de la actividad en España estaría relacionada, en parte, con el mayor peso en nuestro país de los servicios vinculados a la hostelería y el turismo, que han seguido experimentando una demanda muy elevada durante el verano. En cambio, el peso de las ramas manufactureras —cuyo dinamismo está siendo, también en España, inferior al de los servicios— es comparativamente más reducido en la economía española. Además, dentro de estas ramas, aquellas más intensivas en energía —que son las que están evidenciando una mayor debilidad en los últimos trimestres— han venido presentando un mejor comportamiento relativo en España que en la UEM o, por ejemplo, que en Alemania. Por otra parte, el peso de China —economía que, como se ha señalado, está registrando una rápida desaceleración— dentro de los mercados de exportación de España es menor que en el caso del conjunto de la eurozona.

En los meses de verano, la inflación general ha experimentado un cierto repunte en España. En un contexto en el que la inflación de los alimentos y la de los bienes industriales no energéticos han continuado con su senda de desaceleración, el aumento de la inflación general en julio y agosto, en comparación con los meses de primavera, ha reflejado, principalmente, el incremento reciente de los precios de los combustibles y carburantes, así como distintos efectos base asociados a las dinámicas de los precios de la energía en el tercer trimestre de 2022. En cualquier caso, la tendencia a la baja de la inflación subyacente está siendo todavía modesta.

¹ Fernández Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 15. <https://doi.org/10.53479/33733>

La información más reciente apunta a un pulso relativamente débil de la actividad en el último trimestre del año. Ello sería consecuencia, entre otros factores, de la prolongación del escaso dinamismo del contexto exterior y de la continuación del proceso de transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los costes de las nuevas operaciones de crédito y a la carga financiera de los agentes endeudados.

A partir del inicio de 2024 se espera que la actividad recobre un mayor vigor. Esto resultaría de la recuperación del contexto exterior, de la mejora de las rentas reales de los hogares —con el trasfondo del descenso de la inflación en el transcurso del año— y de la prevista aceleración en el despliegue de los proyectos de inversión vinculados con el programa europeo *Next Generation EU*. Sin embargo, la ganancia de dinamismo de la economía se vería lastrada, en cierta medida, por la culminación de la traslación de la restricción monetaria a las condiciones financieras, la retirada progresiva de las medidas de apoyo desplegadas por las autoridades en el contexto de la crisis energética y la moderación en el ritmo de crecimiento de la actividad turística, una vez recuperados los niveles previos a la pandemia. En conjunto, tras avanzar un 2,3 % este año, las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco de España, presentadas en este Informe, apuntan a un crecimiento del PIB del 1,8 % en 2024 y del 2 % en 2025.

En el corto plazo, la trayectoria del IAPC general en España vendrá determinada fundamentalmente por el componente energético. El incremento reciente de los precios del petróleo, los efectos base alcistas derivados de la caída de los precios de los carburantes y combustibles en la parte final de 2022 y la expiración en 2024 de las medidas públicas desplegadas para mitigar las consecuencias de la crisis energética darán lugar a un repunte de la inflación general hasta mediados del próximo año. No obstante, se espera una desaceleración gradual de la inflación no energética. La desinflación proyectada sería el resultado, fundamentalmente, de la finalización de la traslación a los precios de consumo de las alzas pasadas de los costes de los insumos intermedios y de la actuación de la política monetaria. Ello, en un contexto en el que se asume, en línea con los desarrollos observados hasta la fecha, que no se producirán efectos de segunda vuelta significativos que puedan desencadenar fenómenos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas. En términos de las tasas medias anuales, se prevé que la tasa de variación del IAPC repunte desde el 3,6 % en 2023 hasta el 4,3 % en 2024, y que se reduzca en 2025 hasta el 1,8 %.

Los riesgos en torno al escenario central presentado en este Informe se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados con relación a la inflación. Una fuente muy importante de incertidumbre son las dificultades para calibrar la magnitud de los efectos sobre la actividad y los precios del endurecimiento de la política monetaria llevado a cabo hasta la fecha, lo que podría conducir a escenarios de mayor debilidad de la actividad y de los precios o, por el contrario, de enquistamiento de las elevadas presiones inflacionistas actuales. Además, no se puede descartar que los desarrollos económicos globales presenten una evolución más desfavorable que la contemplada en el escenario central, lo que, en particular, podría estar relacionado con una desaceleración más pronunciada de la prevista en la economía china. Adicionalmente, el entorno geopolítico mundial presenta múltiples focos de inestabilidad, cuyo hipotético avivamiento podría conducir a un escenario de mayor inflación y peores perspectivas para la actividad económica.

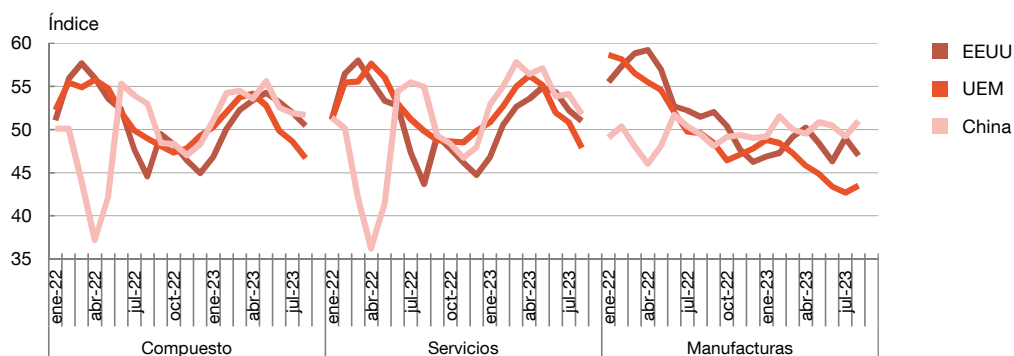
INFORME

1 La actividad económica mundial ha experimentado una cierta desaceleración en los últimos meses

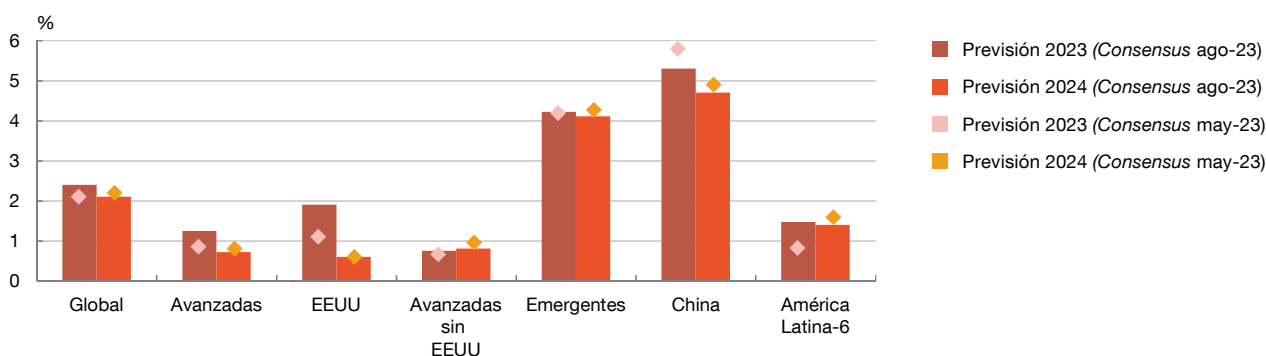
- En el segundo trimestre del año, el crecimiento global se moderó con respecto al observado en el trimestre precedente. No obstante, esta dinámica agregada resultó coherente con una evolución de la actividad muy desigual por áreas geográficas. Así, mientras que algunas de las principales economías mundiales —como Estados Unidos, Reino Unido y Japón— registraron un avance del PIB por encima del esperado, este sorprendió a la baja en el área del euro y en China.
- De acuerdo con los indicadores disponibles, la actividad económica mundial habría experimentado una desaceleración adicional a lo largo del tercer trimestre, a medida que la debilidad del sector manufacturero parece haberse extendido a los servicios (véase gráfico 1.a), en un contexto de endurecimiento de las condiciones financieras.
- En conjunto, estos desarrollos han supuesto ligeras revisiones en las previsiones de crecimiento global para 2023 y 2024 (véase gráfico 1.b). No obstante, se ha producido una apreciable revisión al alza en el crecimiento esperado para Estados Unidos en 2023 —en parte, por la fortaleza de su mercado laboral— y a la baja en el previsto para este año y el próximo en China —como consecuencia, entre otros factores, de la debilidad de la inversión y de su sector inmobiliario— y en la UEM.

Gráfico 1

1.a Evolución de los PMI



1.b Previsiones de crecimiento (a)



FUENTES: S&P Global, *Consensus Forecasts* y Refinitiv.

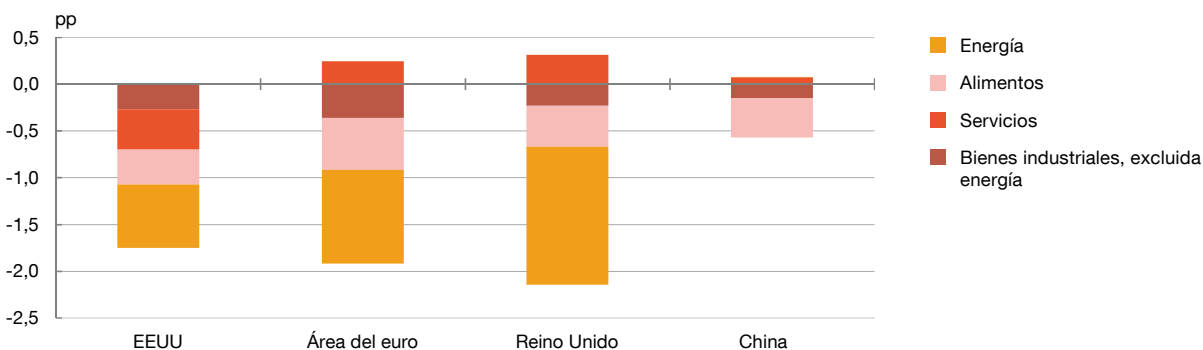
a El agregado «Avanzadas» incluye Estados Unidos, el área del euro, Japón, Reino Unido, Noruega, Suecia, Suiza y Canadá; el agregado «Emergentes», Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, República Checa, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía, China, India, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia, y «América Latina-6», Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

2 La inflación general ha seguido su senda de moderación a escala global, si bien los precios del petróleo han aumentado más de lo esperado y la inflación subyacente se mantiene en niveles elevados

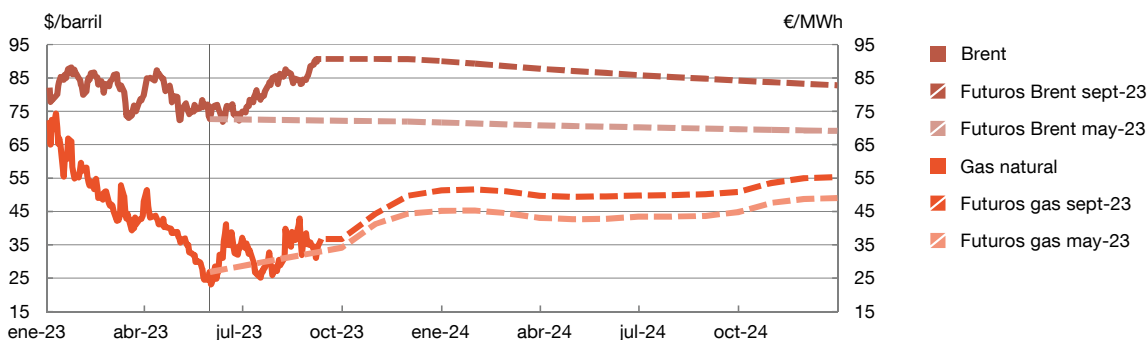
- En los últimos meses, las tasas de inflación general han seguido reduciéndose a escala global, debido, principalmente, a la menor contribución de los alimentos y de la energía (véase gráfico 2.a). En todo caso, la evolución más reciente de los precios del petróleo y del gas natural ha sorprendido al alza como consecuencia de la materialización de distintos *shocks* de oferta negativos (véase gráfico 2.b).
- Por otra parte, la moderación de la inflación subyacente no está siendo tan firme y generalizada como la de la inflación general. Entre los componentes de la inflación subyacente destaca la persistencia de la inflación de los servicios, que incluso ha aumentado en algunos países desde el mes de abril (véase gráfico 2.a). Esta evolución desfavorable respondería a una combinación de factores, tales como la fortaleza de la demanda de servicios en la primera mitad del año, el aumento de los salarios —que tienen un peso relativamente elevado en la estructura de costes del sector servicios— y el comportamiento de los márgenes empresariales en dicho sector.

Gráfico 2

2.a Descomposición de la inflación. Contribuciones a la tasa interanual. Diferencia entre abril y julio de 2023



2.b Precios y futuros gas y petróleo



FUENTES: Refinitiv, FMI y estadísticas nacionales.

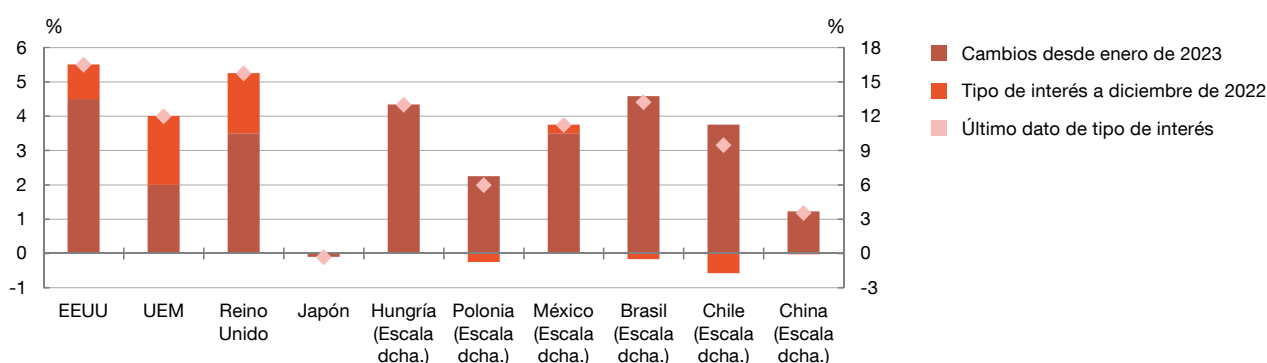


3 La desaceleración en el ritmo de endurecimiento de la política monetaria global ha continuado en los últimos meses, con algunos bancos centrales reduciendo ya sus tipos de interés

- En las economías emergentes, la mayoría de los bancos centrales han pausado el ciclo de endurecimiento monetario e incluso, en algunos casos —como en Brasil, Chile, Polonia y China—, han empezado a reducir los tipos de interés oficiales debido a la moderación de la inflación y a la desaceleración de la actividad que estas economías han experimentado (véase gráfico 3.a).
- Entre las economías avanzadas, en sus últimas reuniones de política monetaria, tanto la Reserva Federal estadounidense —el 26 de julio— como el Banco de Inglaterra —el 2 de agosto— y, más recientemente, el **Banco Central Europeo (BCE)** —el 14 de septiembre— decidieron subir sus tipos de interés de referencia en 25 puntos básicos (pb), si bien han dado algunas señales de que podrían encontrarse en las etapas finales de su ciclo de subidas de los tipos de interés.
- En todo caso, a tenor de la persistencia de considerables presiones inflacionistas subyacentes y de los mensajes trasladados por los principales bancos centrales mundiales, en los últimos meses los mercados financieros internacionales han pasado a considerar que los tipos de interés se mantendrán relativamente elevados durante un período más prolongado de lo que anticipaban unos meses atrás.
- En este contexto, la evolución reciente de los mercados financieros internacionales se ha caracterizado por un repunte de los tipos de interés a largo plazo —por ejemplo, las referencias a diez años de Estados Unidos y de Alemania han aumentado 48 pb y 20 pb desde finales de junio, hasta el 4,3 % y el 2,6 %, respectivamente¹ y por una evolución dispar de los principales índices bursátiles mundiales, con ligeros avances en Estados Unidos y caídas en la mayoría de las bolsas europeas.

Gráfico 3

3.a Tipos de interés oficiales



FUENTES: Bancos centrales nacionales y Refinitiv.



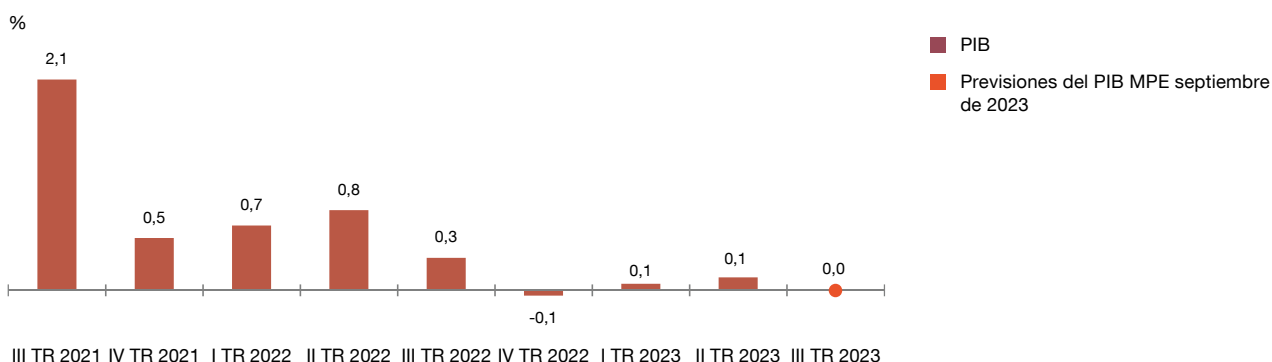
1 En el caso de la deuda soberana estadounidense, este repunte de su rentabilidad también reflejaría, en parte, los anuncios de un aumento de las emisiones del Tesoro y la reducción de la calificación crediticia por parte de Fitch en agosto.

4 En el área del euro, la actividad económica ha mostrado una debilidad más intensa de lo previsto

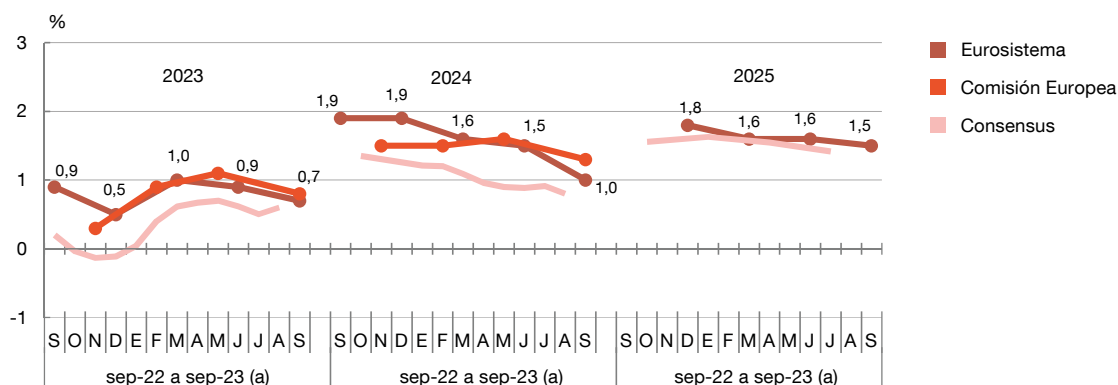
- En línea con la atonía registrada en los primeros meses del año, el PIB de la UEM solo avanzó un 0,1 % en el segundo trimestre, un ritmo de crecimiento inferior al esperado.
- Por su parte, los indicadores coyunturales más recientes sugieren que esta relativa debilidad de la actividad se habría acentuado durante los meses de verano, especialmente en aquellos sectores y componentes de la demanda —como las manufacturas y la inversión— que muestran una mayor sensibilidad a un endurecimiento de las condiciones financieras.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones del BCE de septiembre apunta a que la tasa de crecimiento del PIB del área del euro podría situarse en torno al 0 % en el tercer trimestre (véase gráfico 4.a). Por otra parte, en términos de medias anuales, el BCE ha revisado a la baja su escenario central para el crecimiento del PIB a lo largo de todo el horizonte de proyección. En particular, se prevén tasas promedio del 0,7 % en 2023, el 1 % en 2024 y el 1,5 % en 2025 —0,2 puntos porcentuales (pp), 0,5 pp y 0,1 pp por debajo de las esperadas en junio, respectivamente (véase gráfico 4.b)—.

Gráfico 4

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



4.b UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



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

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

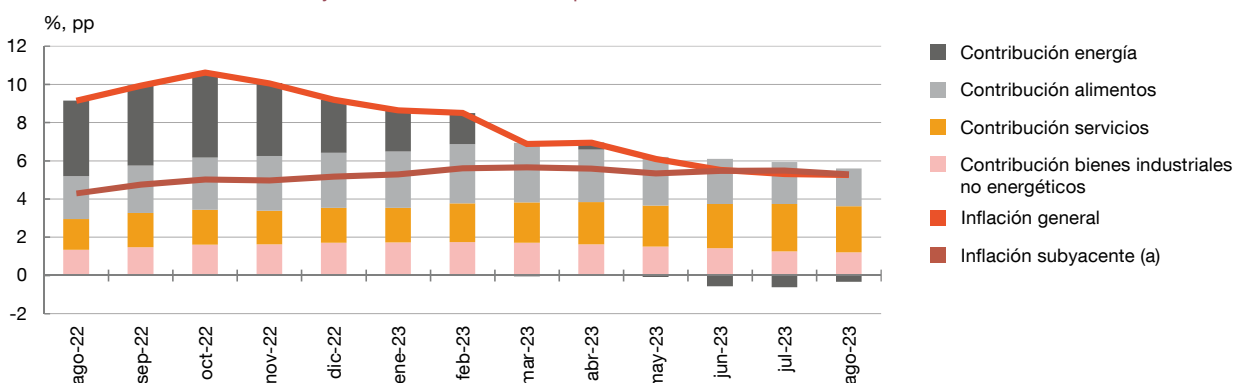


5 En la UEM, la inflación general se mantuvo estable en julio y agosto, en parte debido al repunte del componente energético de los precios y a la persistencia de unas tasas de inflación subyacente elevadas

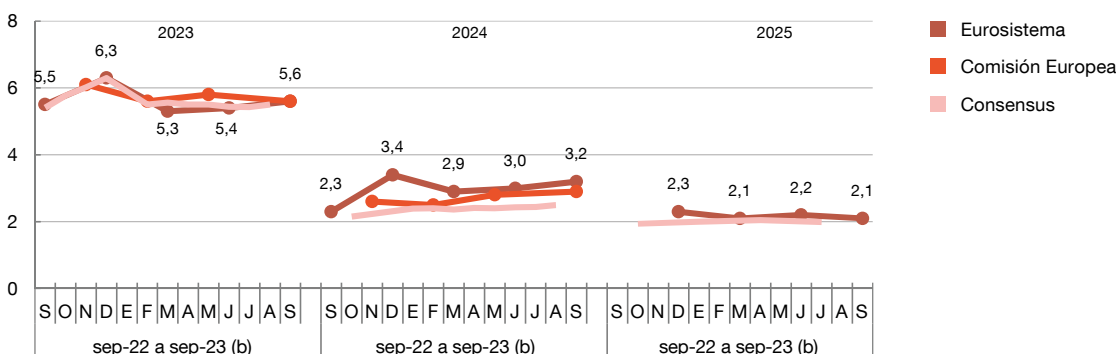
- De acuerdo con el indicador adelantado del IAPC, en el área del euro la inflación alcanzó el 5,3 % interanual en agosto y se situó por encima de lo esperado, como consecuencia, principalmente, de un repunte del componente energético. Por su parte, la contribución de los alimentos a la inflación ha seguido reduciéndose en los últimos meses, si bien se mantiene aún en niveles elevados (véase gráfico 5.a).
- La inflación subyacente se situó en el 5,3 % en agosto. Esto supuso una reducción de 0,2 pp con respecto a la observada en junio, debido a la moderación en la contribución de los bienes industriales no energéticos. En cambio, la contribución de los servicios a las actuales presiones inflacionistas se mantuvo aún en niveles muy elevados.
- A la luz de estas dinámicas y de los cambios en los supuestos sobre la evolución futura de los precios de la energía —que se han revisado ligeramente al alza— y del tipo de cambio —que implican un euro algo más apreciado—, el ejercicio de proyecciones del BCE de septiembre contempla una revisión al alza de 0,2 pp en las tasas de inflación general previstas para 2023 y 2024 —hasta el 5,6 % y el 3,2 %, respectivamente—, y a la baja en la proyección para 2025 —de 0,1 pp, hasta el 2,1 %— (véase gráfico 5.b).

Gráfico 5

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



5.b UEM. Previsiones de inflación



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

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

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

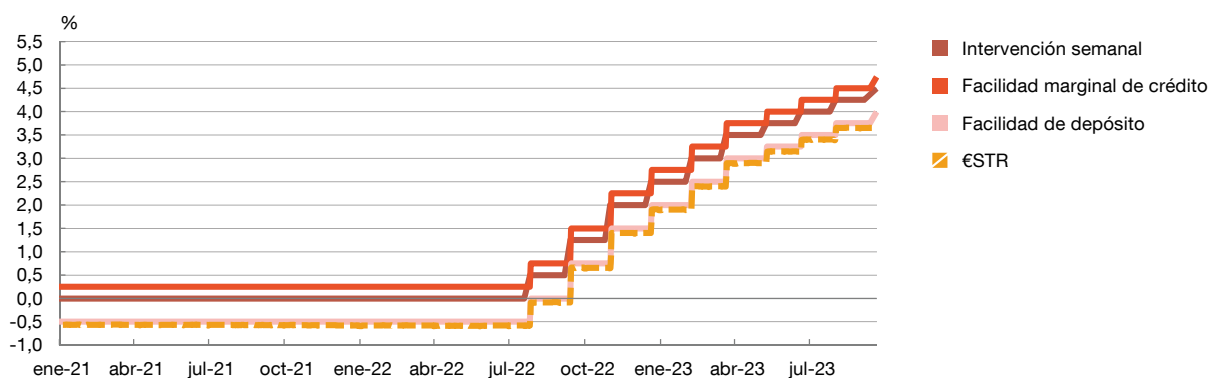


6 En septiembre, el BCE subió los tipos de interés oficiales por décima vez consecutiva para reforzar el progreso de la inflación hacia el objetivo del 2% a medio plazo

- Si bien la inflación del área del euro continúa descendiendo, aún se espera que siga siendo demasiado alta durante demasiado tiempo.
- En consecuencia, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE decidió, en su reunión de septiembre, elevar nuevamente sus tipos de interés en 25 pb, hasta situar el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 4 %, lo que supone una subida acumulada de 450 pb desde julio de 2022 (véase gráfico 6.a).
- Con esta decisión, y sobre la base de su evaluación actual, el CG considera que los tipos de interés oficiales del BCE han alcanzado niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial al pronto retorno de la inflación a su objetivo.
- De cara al futuro, las decisiones del CG asegurarán que los tipos de interés oficiales se sitúen en niveles lo suficientemente restrictivos durante el tiempo que sea necesario. En este sentido, se mantendrá el enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel de restricción y su duración apropiados. En particular, las decisiones del CG sobre los tipos de interés continuarán apoyándose en su valoración de las perspectivas de inflación, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

Gráfico 6

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



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 14 de septiembre de 2023.

NOTA: El último incremento de los tipos de interés oficiales del BCE, anunciado el 14 de septiembre de 2023, tiene efectos a partir del 20 de septiembre.



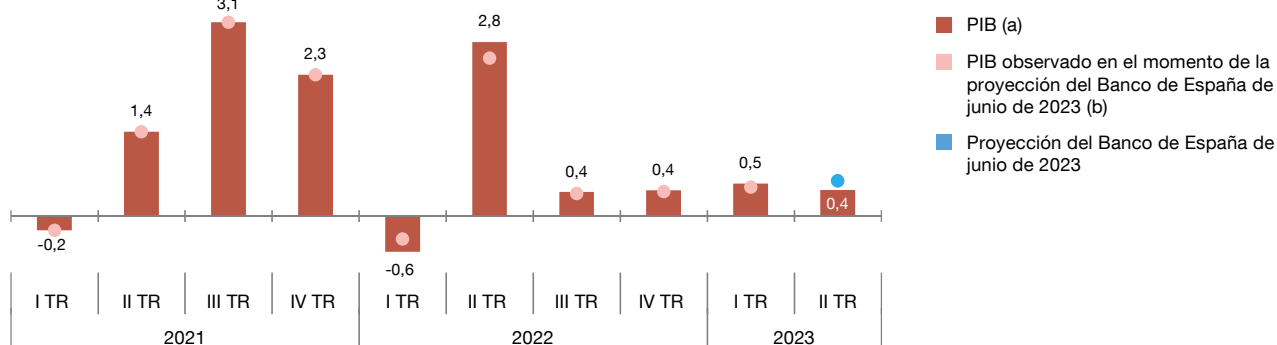
7 En España, el PIB avanzó ligeramente por debajo de lo esperado en el segundo trimestre, debido, principalmente, al notable retroceso que sufrieron las exportaciones

- De acuerdo con el avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) a finales de julio², el PIB de la economía española aumentó a una tasa del 0,4 % intertrimestral en el segundo trimestre, ritmo ligeramente inferior al previsto en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España publicado en junio](#) y también al registrado en el primer trimestre del año (véase gráfico 7.a).
- La información preliminar facilitada por el INE apunta a que en el segundo trimestre el avance del producto se sustentó en un aumento apreciable del consumo y de la inversión nacional, en un contexto en el que las exportaciones retrocedieron sensiblemente y la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento fue negativa.
- Desde la óptica de la oferta, las ramas que lideraron el crecimiento entre abril y junio fueron, principalmente, las relacionadas con los servicios —en particular, actividades artísticas, recreativas y otros servicios, información y comunicaciones, y servicios no de mercado—. Por el contrario, el sector primario y, en menor medida, las ramas de industria, energía y servicios inmobiliarios registraron retrocesos en sus niveles de actividad.

Gráfico 7

7.a Evolución del PIB de España

Tasa de variación intertrimestral, %



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

b Última serie de PIB disponible durante el ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio de 2023 (28 de abril de 2023). Posteriormente, el 23 de junio, el INE publicó la segunda estimación de la CNTR correspondiente al primer trimestre de 2023, que, frente a la serie publicada el 28 de abril con el dato de avance del primer trimestre, revisó levemente al alza la evolución intertrimestral del PIB en dicho trimestre, así como la de los tres trimestres precedentes, y a la baja la del primer trimestre de 2022.



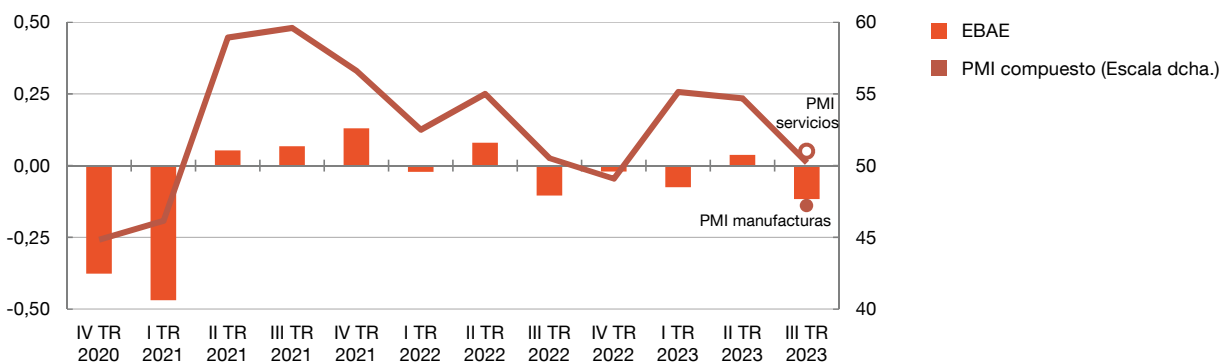
2 Este avance del INE también incluyó una revisión de las tasas de crecimiento registradas en los trimestres precedentes; revisión que, en su conjunto, ejerce un [efecto arrastre positivo sobre la tasa media de avance del PIB en 2023](#). Para más detalles, véanse las [Proyecciones](#) de este Informe.

8 La información coyuntural más reciente sugiere que el dinamismo de la actividad económica española podría haberse desacelerado ligeramente en el tercer trimestre

- En un contexto de ralentización de la actividad económica a escala global y en el área del euro, el análisis conjunto de los indicadores más recientes disponibles sugiere que, entre julio y septiembre, el ritmo de avance del PIB en España podría situarse en el entorno del 0,3 % intertrimestral³.
- Entre los indicadores que son coherentes con una leve desaceleración de la actividad en el tercer trimestre destacan los de empleo y los de confianza. En particular, los PMI han descendido de manera continuada en los últimos meses, tanto en el caso de los servicios como en el de las manufacturas —estas últimas hasta situarse en terreno claramente contractivo— (véase gráfico 8.a).
- Los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), que apuntan a un descenso de la facturación de las empresas españolas en el conjunto del tercer trimestre, también son coherentes con una moderación en el ritmo de crecimiento del PIB durante el trimestre en curso⁴.

Gráfico 8

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



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

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



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

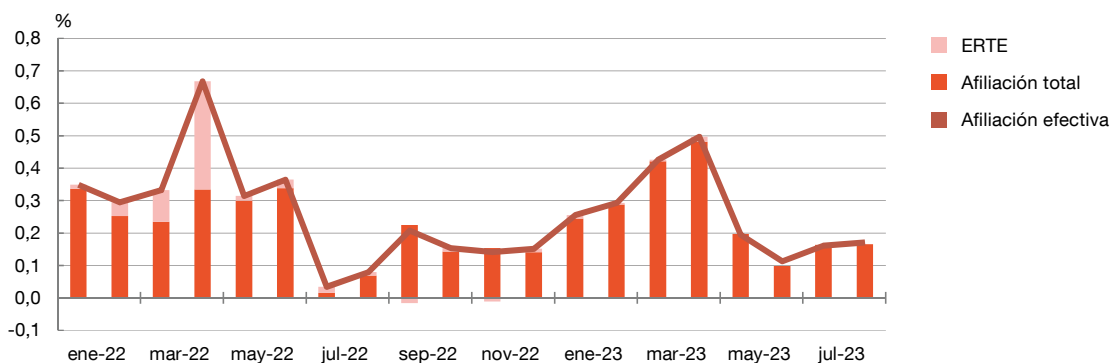
4 Para más detalles, véase [Fernández Cerezo e Izquierdo \(2023\)](#).

9 La creación de empleo se habría ralentizado en el conjunto del tercer trimestre, tras el elevado dinamismo mostrado en los primeros meses del año

- La afiliación a la Seguridad Social registró un avance, en términos desestacionalizados, del 0,2 % en los meses de julio y agosto, en línea con los ritmos de crecimiento observados en mayo y junio —del 0,2 % y el 0,1 %, respectivamente— (véase gráfico 9.a).
- No obstante, esta evolución de la afiliación sería coherente con una ralentización de la creación de empleo en el conjunto del tercer trimestre, tras el elevado dinamismo que esta evidenció en los cuatro primeros meses del año —que permitió reducir la tasa de paro hasta el 11,6 % en el segundo trimestre, su valor mínimo desde el tercer trimestre de 2008—.
- La moderación en el dinamismo del empleo durante el tercer trimestre está siendo bastante generalizada por ramas de actividad. En todo caso, destaca la desaceleración de la afiliación en las ramas de construcción y de servicios de mercado, en las que, no obstante, la afiliación mantiene unos ritmos de avance interanual superiores a los observados en la industria.

Gráfico 9

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



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

a Tasa mensual desestacionalizada.

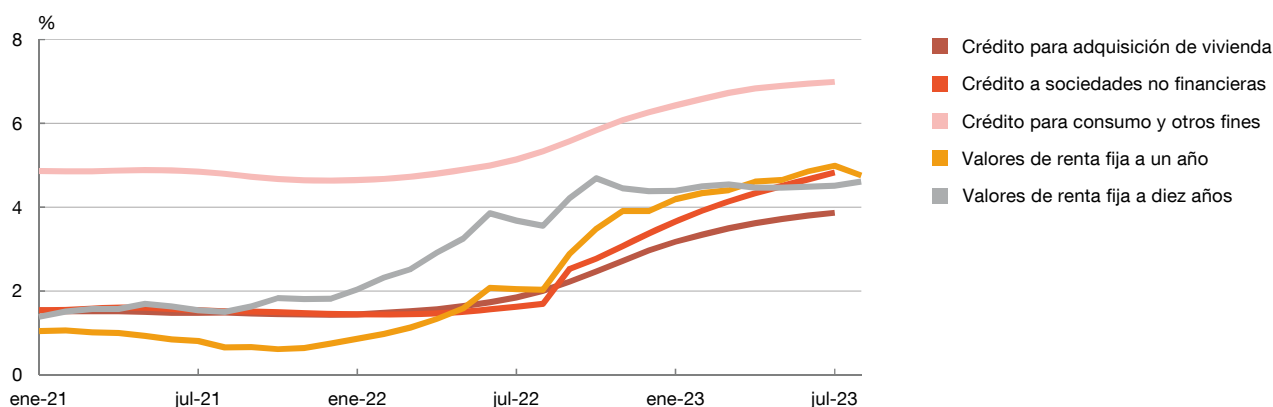


10 Las condiciones financieras del sector privado español han seguido endureciéndose

- En los últimos meses, el coste de las nuevas operaciones de financiación a hogares y empresas ha continuado aumentando, salvo en el caso de las emisiones de renta fija corporativa a corto plazo, cuyo coste descendió en agosto (véase gráfico 10.a).
- Por otra parte, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios, tanto la demanda como la oferta de crédito siguieron reduciéndose, de manera generalizada, en el segundo trimestre. Si bien esta reducción fue menos acusada que la registrada en el trimestre anterior, la última edición de esta encuesta anticipa una nueva contracción de la oferta y de la demanda de crédito en el tercer trimestre.
- En este contexto, los datos de los nuevos flujos de financiación muestran que, en julio, los nuevos préstamos bancarios a empresas perdieron dinamismo, mientras que el nuevo crédito para adquisición de vivienda prolongó su senda de contracción —iniciada a mediados de 2022—. En sentido contrario, tanto el nuevo crédito al consumo como la financiación obtenida por las empresas con emisiones de valores de renta fija repuntaron en julio.

Gráfico 10

10.a Coste de la nueva financiación a hogares y empresas (a)



FUENTE: Banco de España.

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

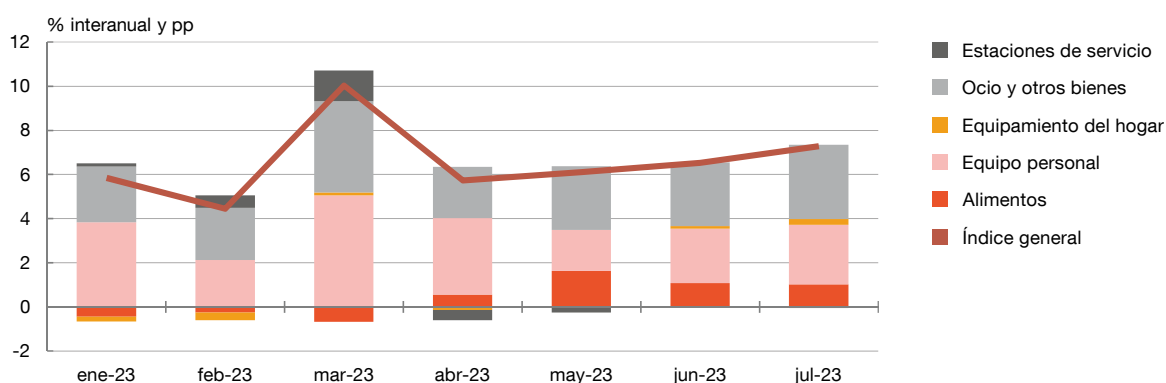


11 Favorecido por las actividades relacionadas con el ocio y el turismo, el consumo privado habría avanzado en los meses de verano, si bien a un ritmo inferior al observado en el segundo trimestre

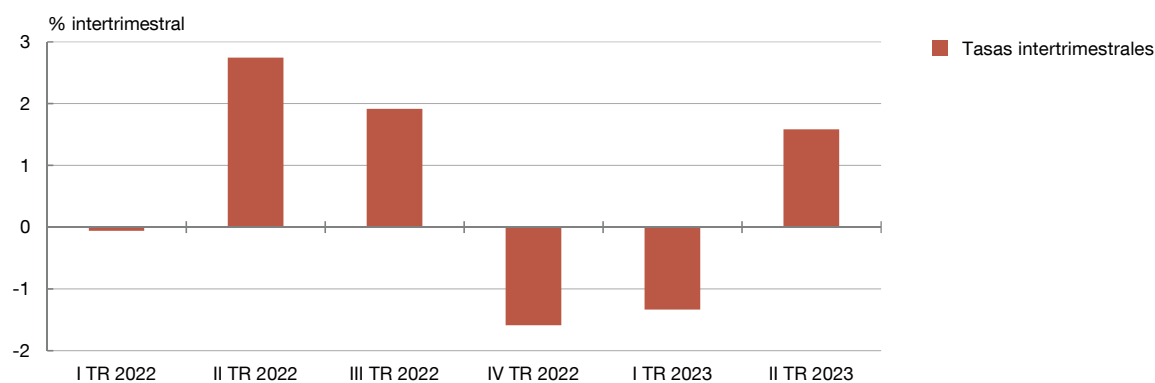
- De acuerdo con la información más reciente, el consumo de las familias habría avanzado durante el tercer trimestre, impulsado, fundamentalmente, por las **actividades de ocio y turismo**. Así, por ejemplo, los datos de comercio minorista referidos al mes de julio muestran que el componente de «Ocio y otros bienes» explica casi la mitad del incremento del índice general en ese mes (véase gráfico 11.a).
- A la expansión del consumo en el tercer trimestre también habría contribuido la mejora de la confianza de los consumidores, a la luz de la información que proporciona el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea hasta agosto.
- No obstante, el ritmo de crecimiento del consumo privado entre julio y septiembre —también de cara a los próximos trimestres— será, previsiblemente, inferior al registrado entre abril y junio —del 1,6%, de acuerdo con la información preliminar facilitada por el INE (véase gráfico 11.b)—, pues el dinamismo de este componente de la demanda aún estaría condicionado de forma apreciable por el **endurecimiento de las condiciones financieras** y por la pérdida de poder adquisitivo que los hogares han acumulado en los últimos trimestres.

Gráfico 11

11.a Comercio minorista: evolución y contribución de los componentes



11.b Evolución reciente del consumo privado



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

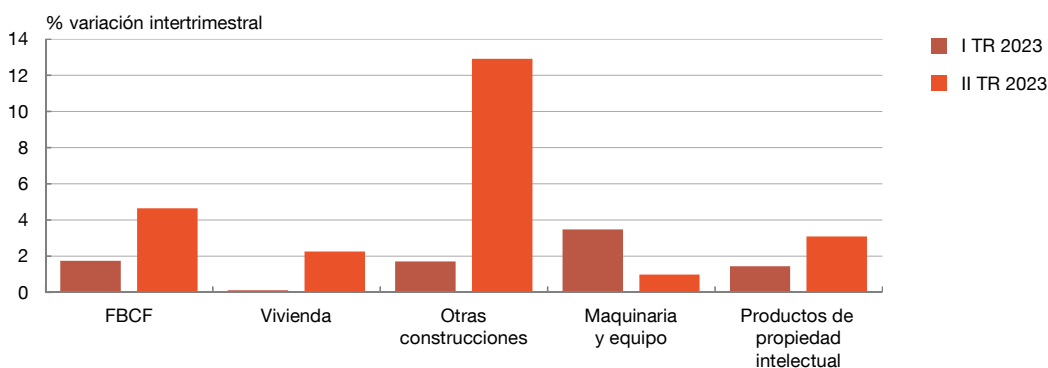


12 El dinamismo de la inversión se habría ralentizado en el tercer trimestre, después del intenso repunte que esta partida experimentó en el trimestre precedente

- En el segundo trimestre, la formación bruta de capital fijo (FBCF) mostró un considerable vigor y avanzó un 4,6 %, de acuerdo con la información preliminar de la CNTR que el INE publicó a finales del pasado mes de julio. Entre los componentes de la inversión, destacaron los crecimientos registrados en otras construcciones y en activos inmateriales. La inversión en bienes de equipo también aumentó, aunque algo menos de lo esperado (véase gráfico 12.a).
- De cara al trimestre en curso y a los venideros, es previsible que la senda de recuperación de la inversión continúe, si bien a un ritmo menor que en el segundo trimestre. Así, por ejemplo, aunque el dinamismo de la inversión empresarial podría verse favorecido tanto por el despliegue de los proyectos vinculados al programa NGEU como por la disponibilidad por parte de las empresas de recursos propios —tras la recuperación del **excedente bruto de explotación**—, este estaría lastrado, en cierta medida, por el **endurecimiento de las condiciones financieras** durante los últimos trimestres y por la **ralentización reciente de la actividad económica**.
- A la luz de estos factores y de las dinámicas más recientes en el sector de la construcción residencial —por ejemplo, en términos del indicador de ejecución de obra, que ha mantenido una senda descendente en los últimos meses—, también cabría esperar que la inversión en vivienda mostrara en los próximos trimestres una senda de crecimiento relativamente modesta. En cuanto al precio de la vivienda, este avanzó un 3,6 % interanual en el segundo trimestre —similar al 3,5 % observado en el trimestre precedente—, lo que supuso un repunte del 1,4 % en términos intertrimestrales de la serie desestacionalizada.

Gráfico 12

12.a Evolución reciente de la inversión y sus componentes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

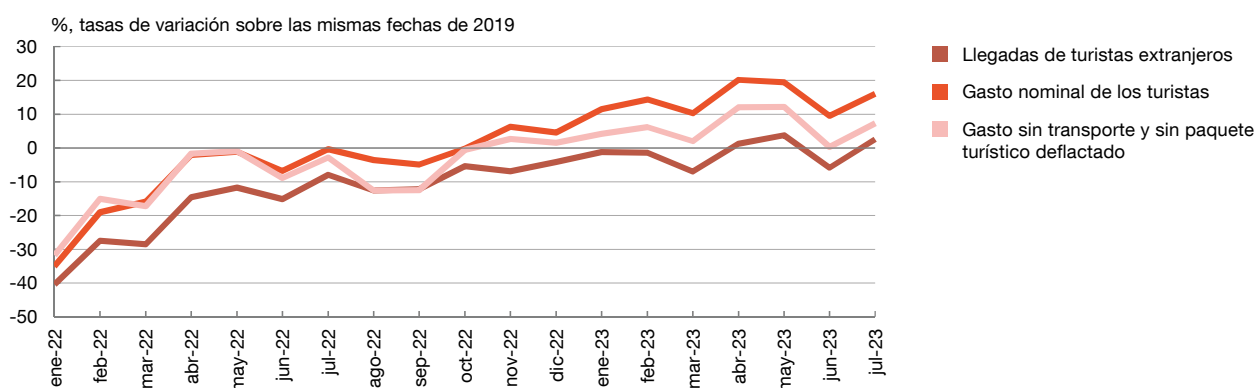


13 La fortaleza de los ingresos por turismo durante los meses de verano probablemente contribuya a mejorar la aportación de la demanda exterior neta al crecimiento en el tercer trimestre

- En el segundo trimestre, la demanda exterior neta contribuyó muy negativamente al crecimiento del PIB —en $-1,4$ pp— en un contexto de fuerte contracción de las exportaciones de bienes —una caída del $5,9\%$ intertrimestral— y de aumento de las importaciones de servicios —un incremento del $12,3\%$ —.
- No obstante, en el tercer trimestre parece probable que la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del producto haya aumentado, especialmente dada la fortaleza del turismo extranjero durante el verano. Así, en julio, las llegadas de turistas superaron en un $2,6\%$ a las registradas en el mismo mes de 2019, mientras que el gasto de los turistas no residentes superó los niveles de julio de 2019 en un 16% en términos nominales y en un $7,3\%$ en términos reales (véase gráfico 13.a). En parte, este avance del gasto se habría visto impulsado por la llegada de visitantes con una mayor capacidad de compra⁵.
- En sentido contrario, en un contexto de **ralentización de la actividad económica a escala global** —especialmente visible en las manufacturas— y a tenor del **comportamiento contractivo mostrado por los indicadores PMI**, los intercambios de bienes con el resto del mundo habrían mostrado un pulso relativamente débil en el período transcurrido del tercer trimestre.

Gráfico 13

13.a Indicadores de turismo foráneo. Tasas de variación sobre los niveles prepandemia



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

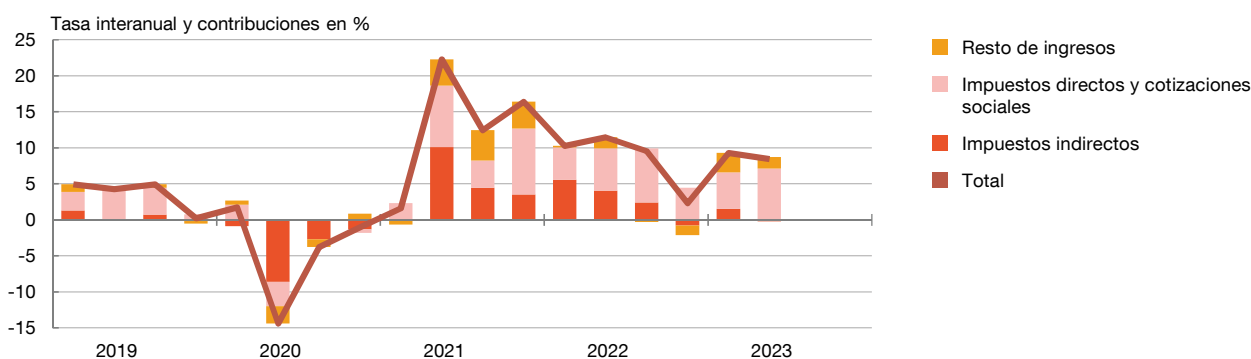
⁵ Para más detalles, véase [García, Gómez Loscos y Martín Machuca \(2023\)](#).

14 A pesar del avance de los gastos, la reducción del déficit público ha continuado en los últimos meses gracias al elevado dinamismo de los ingresos

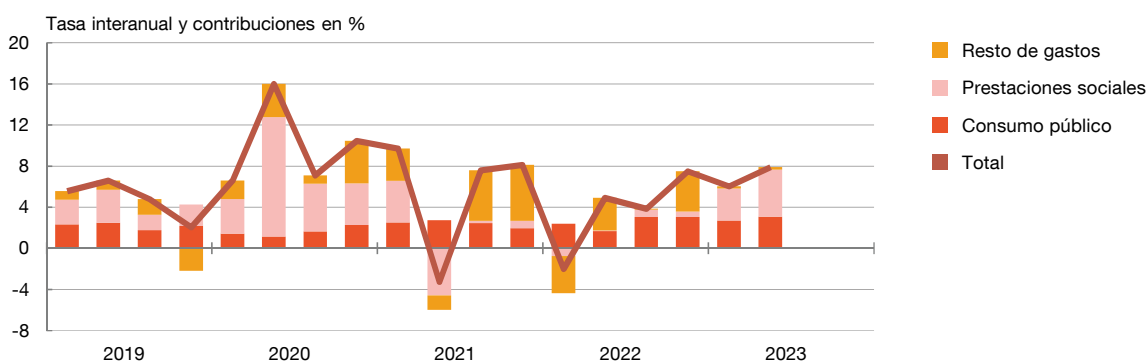
- Tras la desaceleración registrada en los últimos meses de 2022, los ingresos públicos han mostrado un avance significativo en la primera mitad de este año (véase gráfico 14.a). Este dinamismo se ha debido, principalmente, al aumento nominal de las rentas, que habría impulsado la recaudación de los impuestos directos y las cotizaciones sociales⁶. En cambio, la recaudación por impuestos indirectos ha presentado una cierta atonía en el período transcurrido de 2023 y ha crecido por debajo de lo que implicarían sus determinantes.
- Por su parte, en la primera mitad de este año, los gastos se han acelerado con respecto al promedio de 2022, debido al fuerte incremento de las prestaciones sociales originado por la revalorización de las pensiones y, en menor medida, al avance del consumo público (véase gráfico 14.b).
- Como resultado, en junio, el saldo de las AAPP acumulado de doce meses se situó en el $-4,4\%$ del PIB, 0,4 pp mejor que al cierre de 2022.

Gráfico 14

14.a Evolución de los ingresos públicos (a)



14.b Evolución de los gastos públicos (a)



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

a Los datos del segundo trimestre de 2023 corresponden al agregado de AAPP sin CCLL, excluyendo las transferencias entre AAPP.



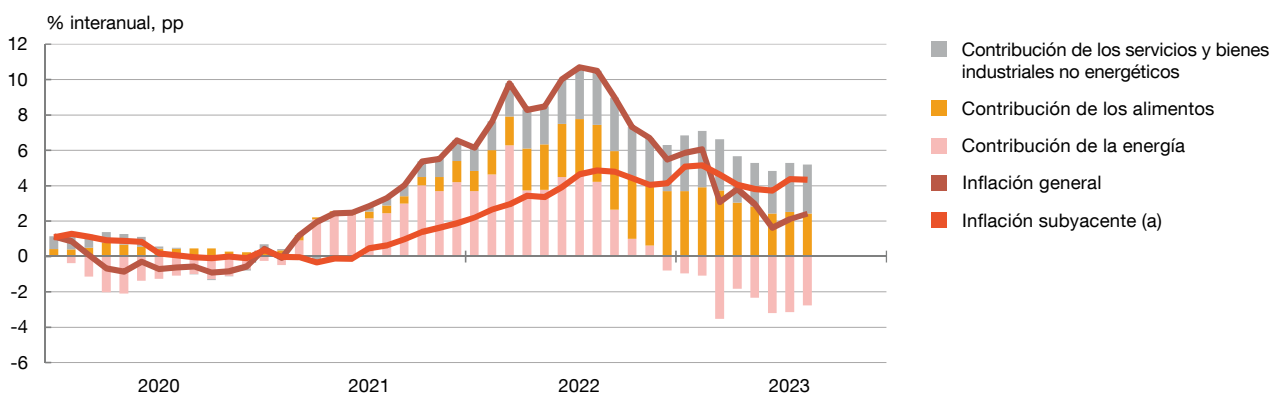
⁶ A esta evolución han contribuido también las medidas aprobadas por el Gobierno, que habrían tenido un impacto neto positivo de 0,7 pp sobre la tasa de crecimiento de los ingresos —resultado del impacto positivo de 1,5 pp asociado a las subidas de impuestos y cotizaciones sociales, y del impacto negativo de 0,8 pp asociado a las rebajas impositivas en respuesta a la crisis energética—.

15 La inflación general ha repuntado ligeramente en julio y en agosto, condicionada por el aumento del precio del petróleo y por distintos efectos base

- La senda de moderación de la inflación general que se inició en agosto de 2022 permitió reducir la tasa de crecimiento interanual del IAPC hasta el 1,6 % en junio. Desde entonces, la inflación general ha vuelto a aumentar, hasta el 2,1 % en julio y el 2,4 % en agosto (véase gráfico 15.a).
- Este repunte refleja, principalmente, una moderación en el ritmo de descenso de los precios energéticos, que es consecuencia, por un lado, del reciente **encarecimiento del crudo en los mercados internacionales** —por encima de lo esperado— y, por otro, de los efectos base asociados a los descensos registrados en los precios de los derivados del petróleo en el tercer trimestre de 2022.
- En lo que respecta a los alimentos, aunque algunos productos —como el aceite de oliva y determinadas frutas y hortalizas— han sufrido presiones inflacionistas adicionales en los últimos meses debido a la materialización de condiciones meteorológicas adversas, en su conjunto la inflación de los alimentos ha continuado desacelerándose en fechas recientes. Esta desaceleración está siendo relativamente generalizada y, en agosto, afectaba ya al 70 % de las rúbricas alimenticias en el IAPC —en términos de su peso en la cesta de consumo—.
- Por su parte, la inflación subyacente repuntó en julio —contribuyendo al aumento de la inflación general— y se moderó marginalmente en agosto. Esta evolución refleja el dinamismo de los precios en aquellas partidas relacionadas con ocio, restauración y turismo —**en consonancia con el elevado dinamismo de estas actividades durante el verano**— y, también, el menor efecto de las rebajas estivales sobre los precios —debido a la revisión anual de las ponderaciones que, a principios de año, implicó una pérdida de peso del vestido y el calzado en la cesta de consumo—.

Gráfico 15

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



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.

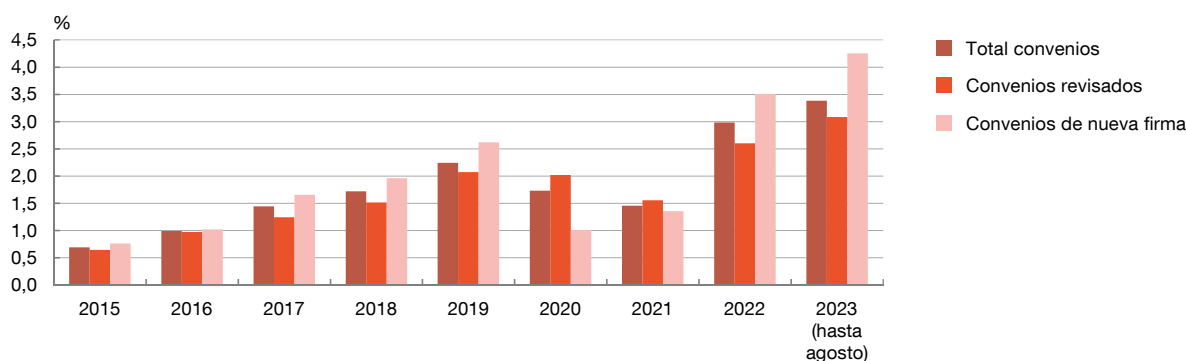


16 Los salarios negociados mantuvieron un repunte moderado en los meses de verano, en un contexto de notable aumento de los costes no salariales

- Con información hasta el mes de agosto, el incremento salarial pactado para 2023 se sitúa en el 3,4 %, tras el 2,9 % acordado para el año pasado (véase gráfico 16.a). No obstante, los convenios de nueva firma acordados en 2023, que afectan ya a casi 2,5 millones de trabajadores, recogen un incremento del 4,3 %.
- En cualquier caso, la remuneración por asalariado en la economía de mercado ha registrado aumentos superiores a los incrementos salariales pactados en convenio, avanzando un 6,3 % en el primer trimestre y un 4,6 % en el segundo. Según la información de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), estos incrementos se deberían tanto a la evolución de los costes no salariales como a la del coste salarial ordinario.
- Los costes no salariales se vieron incrementados un 7,4 % en el primer semestre del año, debido, fundamentalmente, al aumento de las cotizaciones sociales⁷. En el mismo período, el coste salarial ordinario avanzó un 5,6 %, tasa que se sitúa por encima del aumento salarial pactado en convenio. Esto podría reflejar, entre otros aspectos, incrementos salariales vinculados a los cambios de empleo. En este sentido, la diferencia entre el aumento del coste salarial ordinario y el pactado en convenio tiende a ser más elevada en aquellas ramas que presentan un mayor dinamismo del empleo y/o una mayor escasez de trabajadores —por ejemplo, en la rama de información y comunicaciones—.

Gráfico 16

16.a Incremento salarial pactado



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Economía Social.



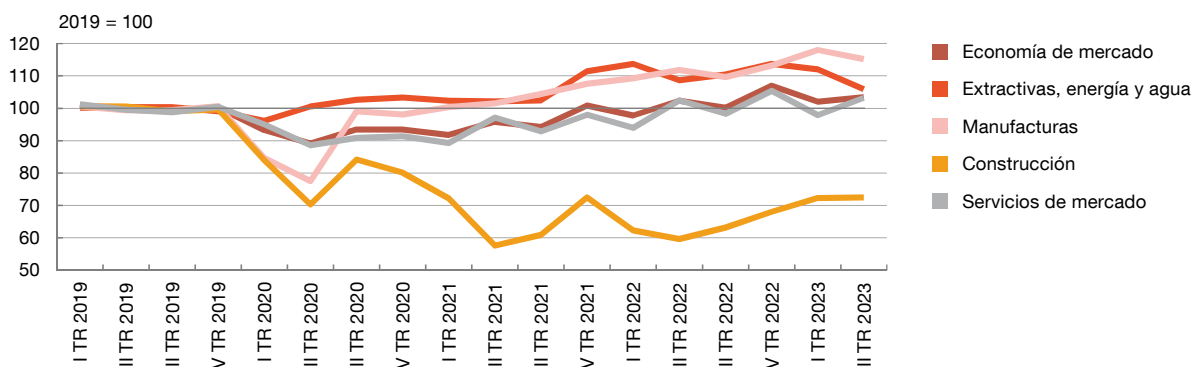
7 En particular, debido al aumento de las bases máximas de cotización —del 8,6%— y de las bases mínimas —del 8% tras la subida del SMI—, así como al incremento de 0,6 pp en el tipo de cotización a la Seguridad Social como consecuencia de la entrada en vigor del Mecanismo de Equidad Intergeneracional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

17 Los márgenes empresariales habrían mostrado una cierta moderación en la primera mitad de 2023, si bien con una elevada heterogeneidad entre sectores

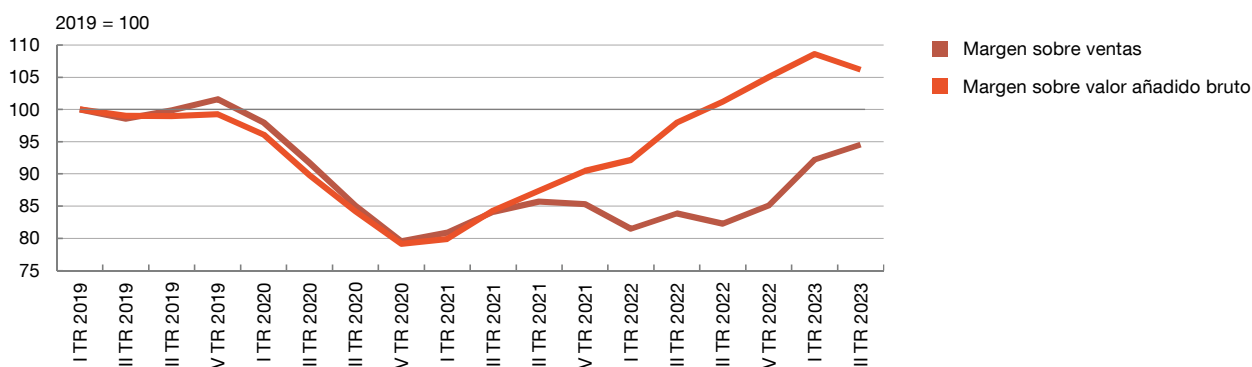
- De acuerdo con la información provisional de la Contabilidad Nacional (CN) para el segundo trimestre de 2023, la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado se habría moderado ligeramente en la primera mitad del año, tras el repunte que experimentó a finales de 2022 (véase gráfico 17.a). En todo caso, esta evolución agregada enmascara una notable heterogeneidad entre sectores, que obedecería, al menos en parte, a las diferencias en el dinamismo de la demanda a la que se enfrenta cada una de las ramas de actividad.
- En términos agregados, estos desarrollos son coherentes con el comportamiento de la ratio entre el resultado económico bruto (REB) y el VAB que se observa en la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral (CBT) del Banco de España.
- Por su parte, en la CBT, el margen empresarial aproximado como la ratio entre el REB y la cifra de negocios continuó recuperándose en el segundo trimestre, si bien aún permanece por debajo de los niveles vigentes antes de la pandemia (véase gráfico 17.b).

Gráfico 17

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



17.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.



18 Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan a la baja el crecimiento del PIB en 2024 y al alza la tasa de inflación general en 2023 y 2024

- La última sección de este Informe describe los rasgos más destacados de las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española en el horizonte 2023-2025.
- Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB de nuestro país crecerá a tasas del 2,3 %, del 1,8 % y del 2,0 % en 2023, 2024 y 2025, respectivamente. En comparación con las proyecciones publicadas en junio, las actuales mantienen sin cambios la tasa de crecimiento prevista para 2023, como resultado de factores que inciden sobre dicha tasa en direcciones opuestas y magnitudes que se compensan entre sí⁸. Sin embargo, las tasas de crecimiento en 2024 y 2025 se revisan a la baja en 0,4 pp y 0,1 pp, respectivamente, debido, sobre todo, a los nuevos supuestos sobre los que descansan las proyecciones, que implican un encarecimiento de la energía, un deterioro del contexto exterior y un mayor tensionamiento de las condiciones financieras.
- Por otra parte, en comparación con las proyecciones de junio, la tasa de inflación general media se revisa al alza en 0,4 pp para 2023 —hasta el 3,6 %— y en 0,7 pp para 2024 —hasta el 4,3 %—. Para el año en curso, la revisión se debe, principalmente, al repunte experimentado por los precios del petróleo durante el verano. Por su parte, para 2024, la revisión al alza responde, sobre todo, al encarecimiento de la energía de acuerdo con los mercados de futuros, pero también, en menor medida, a los efectos que sobre la inflación implica la extensión hasta el final de 2023 de la reducción del IVA de los alimentos y la subvención al transporte público.
- Los riesgos en torno a estas proyecciones se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados con relación a la inflación.

Esquema 1

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

FUENTE: Banco de España.

⁸ Por un lado, la nueva información de la CNTR hasta el segundo trimestre de 2023 publicada por el INE a finales de julio comporta un efecto arrastre ligeramente positivo sobre el crecimiento del PIB en el año en curso. Por otro lado, a la luz de la información coyuntural más reciente, la revisión a la baja en el crecimiento previsto para el segundo semestre del año conlleva un efecto arrastre ligeramente negativo.

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

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)

Esta sección describe los principales rasgos de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española. Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el crecimiento del PIB de nuestro país —que en 2022 alcanzó el 5,8 % en términos reales— se situará en el 2,3 %, el 1,8 % y el 2 % 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 fue del 8,3 %— descenderá hasta el 3,6 % en 2023 y experimentará un cierto repunte, hasta el 4,3 %, en 2024, antes de reducirse hasta el 1,8 % en 2025. Por su parte, el componente subyacente de los precios crecerá un 4,1 % este año —tres décimas más que en 2022— y se desacelerará hasta el 2,3 % y el 1,7 % en los dos años siguientes.

Actividad

En el segundo trimestre del año, el aumento del PIB de la economía española fue algo inferior al previsto por el Banco de España en junio. En concreto, según los datos de avance publicados por el Instituto Nacional de Estadística (INE), el crecimiento intertrimestral del producto se moderó en 0,1 puntos porcentuales (pp), hasta el 0,4 %, tasa inferior en dos décimas a la prevista por el Banco de España en junio². El crecimiento del PIB en ese período se sustentó en la demanda nacional, cuya aportación ascendió a 1,9 pp, tras las contribuciones negativas de los dos trimestres previos. Dentro de ese agregado, los avances fueron especialmente intensos en el caso del consumo y de la inversión en construcción no residencial. En cambio, la demanda exterior neta detrajo 1,4 pp al crecimiento, como consecuencia de una abultada contracción de las exportaciones, que se concentró en los componentes de bienes y de servicios no turísticos, y que fue más acusada que la experimentada por las importaciones.

1 Las proyecciones actuales incorporan la nueva información conocida desde que se publicaran las anteriores —el pasado 19 de junio— hasta el 8 de septiembre, fecha de cierre de la recogida de datos en este ejercicio. La nueva información incluye, en particular, la estimación de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del segundo trimestre de 2023 —que supuso, además, revisiones significativas de los datos de los trimestres anteriores—, las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales del primer trimestre del año y la información coyuntural de más alta frecuencia conocida desde la fecha de cierre de las proyecciones anteriores. Además, se han considerado los cambios observados hasta el 8 de septiembre en los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para la proyección de los distintos agregados macroeconómicos (véase cuadro 2). La excepción son 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 septiembre](#), cuya fecha de cierre fue el pasado 22 de agosto. Por otro lado, el 18 de septiembre —un día antes de la publicación de las presentes proyecciones—, el INE dio a conocer una revisión de las series de la Contabilidad Nacional Anual (CNA). Esta información no ha sido incorporada en las proyecciones, al no estar disponible con anterioridad a la fecha de cierre de estas. En todo caso, de cara al actual ejercicio de proyecciones, no habría sido posible una utilización coherente de esos datos, ya que los procedimientos metodológicos empleados por el Banco de España en la formulación de sus proyecciones descansan sobre la utilización de series de frecuencia trimestral, y las series de esta naturaleza congruentes con los nuevos datos anuales no estarán disponibles hasta el 22 de septiembre. De todas maneras, el crecimiento del PIB del 5,8 % en 2022 referido en el texto se corresponde con la cifra de la CNA revisada, frente al 5,5 % que señalaba la serie anterior.

2 “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2023.

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

	PIB				IAPC				IAPC sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2022 (c)	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
Septiembre de 2023	5,5	2,3	1,8	2,0	8,3	3,6	4,3	1,8	3,8	4,1	2,3	1,7	12,9	12,0	11,5	11,3
Junio de 2023	5,5	2,3	2,2	2,1	8,3	3,2	3,6	1,8	3,8	4,1	2,1	1,7	12,9	12,2	11,5	11,3

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2023.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 8 de septiembre de 2023.

b Media anual.

c La nueva cifra de crecimiento del PIB del año 2022 se situaría en el 5,8 %, en lugar del 5,5 % que figura en el cuadro, tras la revisión de las series de la CNA de los años 2020-2022, publicada por el INE con posterioridad al cierre de las proyecciones (el 18 de septiembre).

Cuadro 2

Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

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

	2022	Proyecciones de septiembre de 2023			Diferencia entre las previsiones actuales y las de junio de 2023 (b)		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
Mercados de exportación de España (c)	8,0	0,3	2,6	2,8	-0,5	-0,5	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	103,7	83,8	83,5	78,8	5,8	10,9	8,4
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,05	1,08	1,08	1,08	0,00	-0,01	-0,01
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	112,1	115,7	115,7	115,7	0,3	0,1	0,1
Tipo de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	0,3	3,4	3,6	3,0	0,0	0,2	0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	2,2	3,5	3,7	3,8	0,0	0,1	0,0

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 22 de agosto para los mercados de exportación de España y 8 de septiembre 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*, de septiembre 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.

Junto con la publicación de los datos preliminares para el segundo trimestre de 2023, el INE también revisó el ajuste estacional de las series históricas de la CNTR. Ello ha dado lugar a una revisión a la baja del crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2022 y a ligeras revisiones al alza en los cuatro trimestres siguientes. Como resultado conjunto de la revisión histórica de los datos y del avance del PIB en el segundo trimestre, el nivel de partida de la actividad en el actual ejercicio de proyecciones es algo más favorable de lo que se anticipaba en junio. En concreto, toda esta nueva información comporta un efecto arrastre positivo de una décima sobre el crecimiento del PIB en el año en curso.

Durante los meses de verano, el endurecimiento de las condiciones financieras habría seguido suponiendo un lastre para el crecimiento. Aunque la desaceleración en el endurecimiento de la política monetaria global ha continuado en los últimos meses, los mercados financieros internacionales han pasado a estimar, en consonancia con la persistencia de considerables presiones inflacionistas subyacentes y con los mensajes trasladados por los principales bancos centrales mundiales, que los tipos de interés se mantendrán relativamente elevados por un período más prolongado de lo que se anticipaba unos meses atrás. Ello habría contribuido a un repunte de los tipos de interés a largo plazo durante el trimestre en curso. En paralelo, en la economía española han seguido incrementándose el coste del servicio de los saldos vivos de la deuda contraída en el pasado a tipos de interés variable y el coste de refinanciación de los saldos vencidos, lo que estaría presionando crecientemente las rentas de los agentes endeudados. Además, ha continuado aumentando en los últimos meses el coste de la nueva financiación bancaria, aspecto que, junto con el nuevo endurecimiento de los criterios de concesión de crédito, habría incidido negativamente en el volumen de nuevos préstamos captados por las empresas y por los hogares para adquisición de vivienda³.

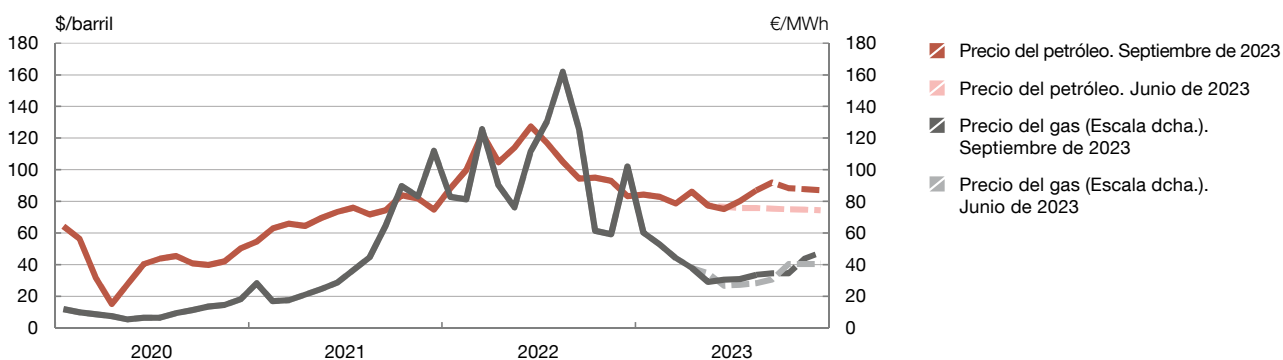
Además, en el período estival se han observado un empeoramiento del contexto económico exterior y un repunte de los precios de la energía. En efecto, de acuerdo con los indicadores más recientes disponibles, la actividad económica mundial se habría venido desacelerando a lo largo de los últimos meses, una ralentización que sería particularmente evidente en China y en el área del euro —por áreas geográficas—, y en el sector manufacturero —por ramas de actividad—. Por otra parte, como consecuencia de la materialización de distintos *shocks* de oferta negativos a escala internacional, los precios del petróleo y del gas natural han repuntado recientemente por encima de lo esperado hace unos meses, incrementos que también han sido evidentes en la economía española (véase gráfico 1).

En este contexto, el dinamismo de la actividad económica española habría experimentado una cierta moderación en el tercer trimestre del año. En esta dirección apuntan, en particular, la evolución de la afiliación a la Seguridad Social, cuyo ritmo de crecimiento en julio y agosto fue algo inferior al del segundo trimestre, y los resultados de la última edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), que apuntan a un debilitamiento de la

3 Por el contrario, los créditos destinados al consumo han mostrado un cierto vigor recientemente. Esto podría suponer un indicio de las crecientes dificultades a las que algunos grupos de hogares se estarían enfrentando para llevar a cabo sus decisiones de compra de bienes y servicios con cargo a sus rentas corrientes y a su ahorro acumulado.

Gráfico 1

1.a Evolución de los precios de la energía



FUENTES: Mercado Ibérico del Gas y Reuters.

facturación empresarial en este período (Fernández Cerezo e Izquierdo, 2023). Además, los índices de gestores de compras PMI muestran que la creciente debilidad de la industria ha venido acompañada, en el tramo final del trimestre, por la aparición de señales de una pérdida de vigor también en las ramas de servicios —que, no obstante, siguen mostrando un dinamismo comparativamente más elevado que la de las manufacturas, especialmente en lo que respecta a las actividades vinculadas con el ocio y el turismo—. En conjunto, con las cautelas que se desprenden del carácter incompleto de la información disponible, se estima que el crecimiento intertrimestral del PIB español en el tercer trimestre podría situarse en el entorno del 0,3 %.

De cara a los próximos trimestres, cabe esperar que la actividad continúe presentando un dinamismo relativamente contenido, condicionada por los efectos de distintos factores que operan en sentidos contrapuestos y con un diferente perfil temporal. Entre dichos factores destacan los siguientes:

- La continuación del proceso de **traslación del tensionamiento de la política monetaria** al coste de las nuevas operaciones de crédito y a la carga financiera de los agentes endeudados, que aún incidirá negativamente sobre el ritmo de avance del PIB durante buena parte del horizonte de proyección.
- La debilidad del **contexto exterior**, que también restará vigor a la actividad económica de nuestro país en el tramo final de este año. No obstante, las exportaciones españolas de bienes se verían favorecidas a partir de 2024 por la recuperación prevista de los mercados exteriores y por las ganancias de competitividad frente al resto del área del euro que se derivan de la mayor contención reciente de los costes laborales en nuestro país. En cuanto al **turismo extranjero**, este ha presentado una contribución muy positiva al crecimiento del PIB en los últimos trimestres. Previsiblemente, también lo seguirá haciendo en el trimestre en curso y a corto plazo. No obstante, con una perspectiva temporal más amplia, cabe esperar que, toda vez que las exportaciones turísticas ya han recuperado sus niveles

previos a la pandemia, la magnitud de su contribución al crecimiento del PIB sea cada vez más reducida.

- Las **políticas públicas adoptadas en respuesta a la crisis energética** y al repunte de la inflación, que seguirán actuando como un soporte de la actividad en lo que resta del año. No obstante, una eventual retirada de estas medidas al término de 2023 —de acuerdo con los plazos anunciados— contribuiría negativamente al avance del producto de la economía española durante el resto del horizonte de proyección —especialmente, en 2024—.
- En sentido contrario, otros factores, como la paulatina **disminución de las presiones inflacionistas**, la **recuperación gradual de la confianza** de los agentes, la **resiliencia del mercado laboral** y la intensificación prevista en el **despliegue de los proyectos acogidos al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia** aportarían un vigor creciente a la economía española en el período 2024-2025.

Tomando todos estos factores en consideración, se prevé que, en términos de las tasas medias anuales, el crecimiento del PIB se moderará sustancialmente este año y presentará un perfil relativamente plano en el bienio posterior. En 2023, el PIB avanzará un 2,3 %, 3,5 pp menos que en 2022. Como en el segundo trimestre, la demanda interna se mantendrá, en lo que resta de año, como el principal motor del crecimiento, aunque en el conjunto del ejercicio las aportaciones del sector exterior y de la demanda nacional al avance del producto serán similares (véanse cuadro 3 y gráfico 2). En el bienio posterior, el PIB crecerá en torno al 2 %. Este avance descansará, fundamentalmente, en el consumo privado y, en menor medida, en la formación bruta de capital fijo. Por su parte, el sector exterior pasará a presentar una contribución al crecimiento prácticamente nula tanto en 2024 como en 2025. En el mercado de trabajo, el empleo mantendrá un dinamismo elevado este año (con un crecimiento del 2,6 % en términos del número de personas empleadas), para desacelerarse en los dos años posteriores, en línea con lo previsto para la actividad, si bien la productividad aparente del trabajo experimentará una cierta recuperación. El número de horas trabajadas por persona se mantendrá al final del horizonte de proyección por debajo de su nivel de 2019, como reflejo de la tendencia históricamente decreciente de esta variable. La continuación del proceso de creación de empleo explica el proyectado descenso de la tasa de paro, que se situaría en el entorno del 11 % en el promedio de 2025, en un contexto de crecimiento sostenido de la población activa, que se beneficia del incremento poblacional asociado a los flujos migratorios.

En comparación con las proyecciones anteriores, el crecimiento del PIB en 2023 se mantiene inalterado, si bien se revisa a la baja el avance del producto en 2024 y en 2025. La ausencia de revisiones en la tasa de crecimiento que se espera para este año es consecuencia de la confluencia de diversos factores que operan en direcciones opuestas (véase gráfico 3.a). Por un lado, como se ha mencionado, las series más recientes de la CNTR conllevan una revisión al alza de la tasa media anual de avance del PIB en 2023 de 0,1 pp. Por otro lado, sin embargo, el crecimiento estimado para la segunda mitad de este año es ahora algo menor que el que se

Cuadro 3

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

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

	2022	Proyecciones de septiembre de 2023			Proyecciones de junio de 2023		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025
PIB	5,5	2,3	1,8	2,0	2,3	2,2	2,1
Consumo privado	4,4	0,7	2,2	2,0	0,2	3,3	2,0
Consumo público	-0,7	1,4	0,8	1,4	0,6	0,8	1,3
Formación bruta de capital fijo	4,6	3,1	3,4	2,4	1,7	4,1	2,8
Exportación de bienes y servicios	14,4	4,0	2,2	3,0	7,1	2,2	3,0
Importación de bienes y servicios	7,9	1,5	3,2	3,0	3,2	4,0	3,1
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,1	1,2	2,1	1,9	0,6	2,8	2,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	2,4	1,1	-0,3	0,1	1,7	-0,6	0,1
PIB nominal	10,0	7,6	5,1	3,8	6,8	5,4	4,1
Deflactor del PIB	4,3	5,2	3,3	1,7	4,4	3,2	2,0
IAPC	8,3	3,6	4,3	1,8	3,2	3,6	1,8
IAPC sin energía ni alimentos	3,8	4,1	2,3	1,7	4,1	2,1	1,7
Empleo (horas)	4,1	1,3	1,5	1,3	1,7	1,8	1,1
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,9	12,0	11,5	11,3	12,2	11,5	11,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,5	5,0	4,1	3,3	4,8	3,9	3,5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,8	-3,7	-3,4	-4,1	-3,8	-3,4	-4,0
Deuda de las AAPP (% del PIB)	113,2	108,8	106,9	107,9	109,7	107,4	108,0

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

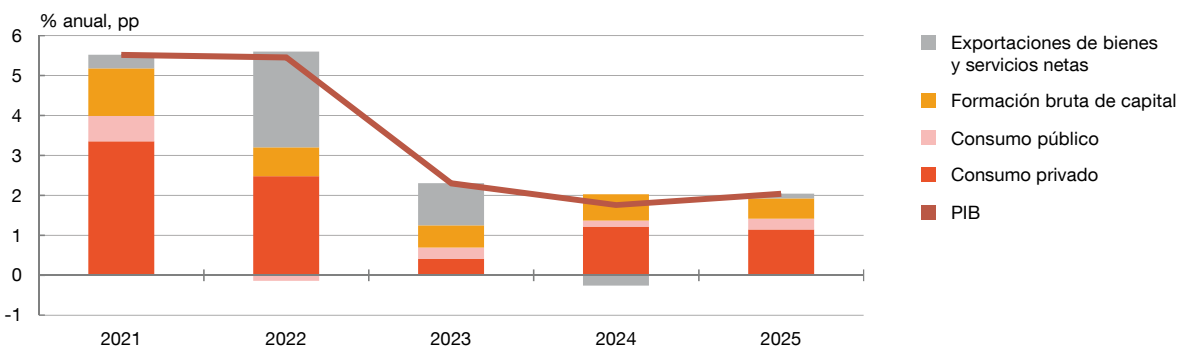
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2023.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 8 de septiembre de 2023.

b Los datos para el año 2022 no incorporan la revisión de la Contabilidad Nacional Anual de los años 2020-2022 que hizo pública el INE con posterioridad al cierre de las proyecciones (el 18 de septiembre).

Gráfico 2

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

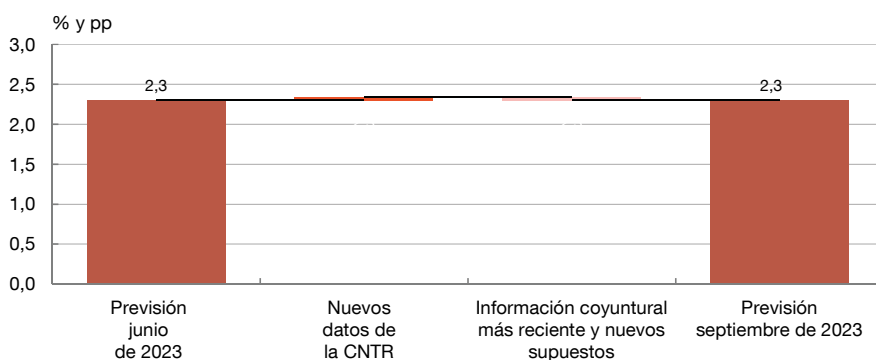


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

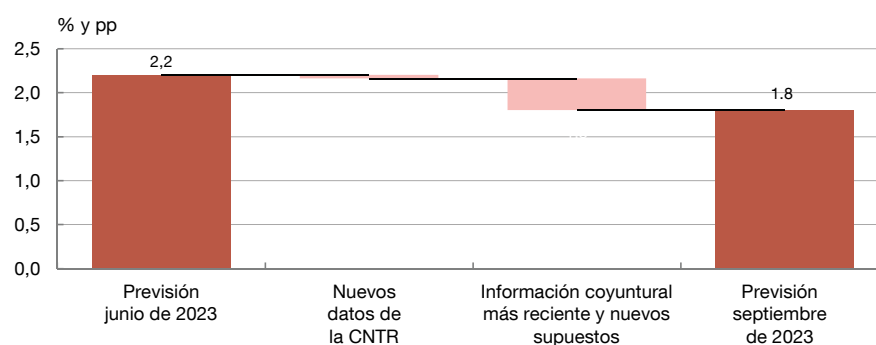
a Tras la revisión de las series de Contabilidad Nacional Anual de los años 2020-2022 publicadas por el INE con posterioridad al cierre de las proyecciones (el 18 de septiembre), las cifras de crecimiento del PIB y de sus componentes de los años 2021 y 2022 se han modificado y difieren de las que aparecen en el gráfico.

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

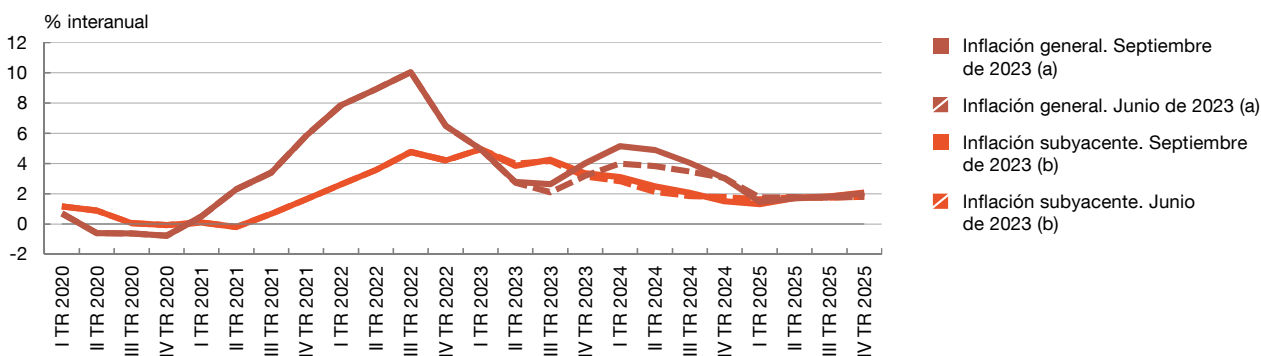


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

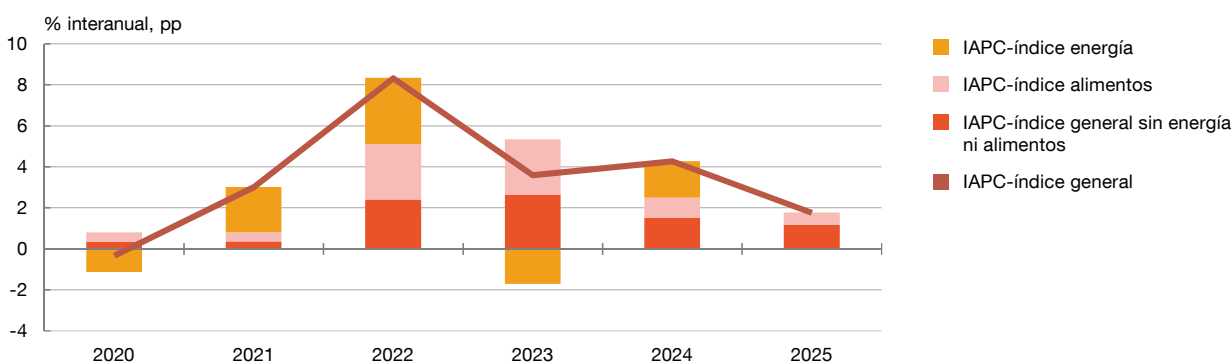
anticipaba en junio, como resultado de la información coyuntural más reciente y de los nuevos supuestos técnicos sobre los que se asientan las proyecciones. En particular, estos últimos comportan mayores precios de la energía, mayores tipos de interés y un comportamiento de los mercados de exportación menos favorable para el avance de la actividad (véanse cuadro 2 y anejo 1). Por su parte, el ritmo de avance del PIB en 2024 se reduce en 0,4 pp con respecto al proyectado en junio. La mayor parte de esta revisión —algo más de tres décimas— se debe al peor desempeño previsto ahora para la actividad durante el segundo semestre de 2023 —que tiene un efecto arrastre negativo sobre el crecimiento promedio en 2024— y al cambio en los supuestos técnicos, especialmente en lo relativo al encarecimiento de la energía, pero también, en menor medida, al deterioro del contexto exterior y al mayor tensionamiento de las condiciones financieras. El resto de la revisión —algo menos de una décima— es consecuencia del efecto arrastre negativo sobre el avance del producto en 2024 que se deriva de un crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2023 menor que el que se contemplaba en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio (véase gráfico 3.b). Por último, la revisión a la baja en la tasa de crecimiento del PIB prevista para 2025, relativamente menor, resulta, fundamentalmente, del efecto arrastre negativo sobre dicha tasa que implica el menor dinamismo de la actividad que ahora se espera durante 2024.

Gráfico 4

4.a Evolución de la inflación general y subyacente



4.b Contribuciones al crecimiento del IAPC por componentes



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

Precios y costes

La inflación general ha repuntado ligeramente a lo largo del verano. En concreto, la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en agosto en el 2,4%, tras haber alcanzado en junio el 1,6%, su nivel más bajo desde abril de 2021 (véase gráfico 4.a). Por componentes, este repunte refleja una moderación en el ritmo de caída interanual de los precios energéticos, debida al reciente encarecimiento del crudo en los mercados internacionales y a los efectos base derivados de los descensos de precios que los productos energéticos registraron en el tercer trimestre de 2022.

En el caso de los precios de los alimentos, la senda de desaceleración iniciada a finales del primer trimestre de 2023 se ha prolongado en los meses más recientes. La **ralentización de estos precios ha sido relativamente generalizada**. No obstante, algunos productos —como el aceite de oliva y determinadas frutas y hortalizas— han sufrido presiones inflacionistas adicionales en los últimos meses debido a la materialización de condiciones meteorológicas adversas.

De modo análogo, la inflación subyacente se ha moderado en la parte transcurrida de 2023. No obstante, esta senda de desaceleración ha tendido a frenarse en los meses de verano. En particular, la inflación subyacente repuntó en julio y agosto con respecto a las tasas registradas durante la primavera. En parte, este incremento reflejó algunos factores técnicos de naturaleza transitoria⁴. Pero también fue consecuencia del relativo dinamismo mostrado por los precios de las rúbricas de los servicios de ocio, restauración y turismo, ramas de actividad cuya demanda evidenció una considerable fortaleza durante la temporada estival.

A corto plazo, la senda de la inflación general estará gobernada por el comportamiento del componente energético. En el promedio del tercer trimestre de 2023, se prevé que el IAPC energético caiga a una tasa cercana al 20 % interanual. Pero el encarecimiento reciente de las correspondientes materias primas (especialmente por lo que respecta al petróleo), unido a los efectos base derivados de las caídas que los precios de esos productos presentaron a finales de 2022, hará que la tasa de variación interanual de este componente pase a estar próxima al 0 % en el cuarto trimestre. Adicionalmente, el supuesto realizado en estas proyecciones de que las principales medidas desplegadas por las autoridades para mitigar los efectos de la crisis energética expirarán a finales de 2023 contribuirá a que el incremento del ritmo de variación de los precios energéticos se prolongue en los primeros trimestres de 2024, hasta alcanzar tasas cercanas al 25 % en la primavera. Dada la trayectoria de las cotizaciones de la energía en los mercados de futuros, la inflación asociada a este componente de la cesta de consumo comenzará a moderarse en el tramo final de 2024 y pasará a ser prácticamente nula al final del horizonte de proyección.

La inflación de los alimentos presentará un perfil descendente en los próximos trimestres. La desaceleración prevista se explica por el descenso de los costes de algunos insumos productivos, como la energía y los fertilizantes, tras los fuertes incrementos que estos registraron durante buena parte del año pasado. No obstante, la magnitud de esta moderación de los precios de los alimentos tenderá a verse limitada por el impacto negativo que la materialización de condiciones meteorológicas adversas podría suponer sobre la producción de determinados bienes agrícolas en algunas áreas geográficas y también, probablemente, por la retirada de Rusia de la Iniciativa sobre la Exportación de Cereales por el Mar Negro. En todo caso, a pesar del carácter idiosincrásico de los distintos condicionantes que están determinando el ciclo actual de los precios de los alimentos, su desaceleración reciente estaría en línea, en términos generales, con la observada históricamente tras otros episodios de encarecimiento.

Asimismo, la inflación subyacente se ralentizará a partir del tramo final de 2023 (véase gráfico 4.a). Ello reflejará el impacto gradual del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda, la mitigación de las presiones inflacionistas procedentes de la reapertura de la

⁴ En particular, la revisión anual de las ponderaciones de los distintos bienes y servicios dentro del índice, realizada a principios de año, condujo a una pérdida de peso de las partidas de vestido y calzado, lo que ha reducido el efecto de las rebajas de verano en los precios de esas rúbricas sobre el IAPC general.

economía tras la pandemia y la progresiva traslación —con un cierto retardo— de la reducción de los costes energéticos a los precios de los bienes industriales no energéticos y los servicios. Entre los componentes de la inflación subyacente, al igual que en el tiempo transcurrido de 2023, para los próximos trimestres se espera que la desaceleración sea más pronunciada en los bienes industriales no energéticos que en los servicios, en consonancia con la mayor fortaleza de la demanda de estos últimos (en particular, de aquellos que conllevan más interacción social) y con las diferencias que las distintas ramas productivas presentan en sus respectivas estructuras de costes. En concreto, en los bienes industriales no energéticos, los consumos intermedios —cuyos precios han pasado a descender en términos interanuales en el transcurso de este año— tienen un mayor peso relativo en los costes, mientras que en los servicios es más elevada la participación de los costes salariales —que están mostrando un cierto repunte—.

Como resultado de estos desarrollos, en términos de las tasas medias anuales, la inflación general se moderará de forma notable en 2023 —desde el 8,3 % registrado el año anterior—, repuntará en 2024 y volverá a reducirse en 2025, hasta situarse por debajo del 2 %. En particular, el incremento medio anual del IAPC se situará en el 3,6 % en 2023 y se elevará hasta el 4,3 % en 2024, como consecuencia del repunte en la contribución del componente energético, que compensará con creces la reducción prevista para ese año en las tasas de variación de los precios de los alimentos y del componente subyacente (véase gráfico 4.b). En 2025, la estabilización de los precios del IAPC energético y la prolongación de la desinflación del no energético conducirán a que el indicador general registre un avance del 1,8 %. En cuanto a la inflación subyacente, se espera que, tras un crecimiento del 4,1 % en 2023, su ritmo de variación se reduzca hasta el 2,3 % en 2024 y el 1,7 % en 2025.

Estas perspectivas en cuanto a la evolución de la inflación descansan sobre dos supuestos clave. En primer lugar, las proyecciones incorporan, en línea con la evidencia empírica disponible, la existencia de una cierta asimetría en la transmisión de las variaciones de los precios de la energía al resto de los precios de consumo, de modo que estos últimos reaccionan en mayor medida a los encarecimientos de los insumos energéticos que a sus abaratamientos. Esto contribuye a una cierta resistencia a la baja de la inflación subyacente, que se habría visto reforzada con el repunte más reciente del precio del petróleo. En segundo lugar, se asume que, en línea con los desarrollos observados hasta la fecha, no se producirán efectos de segunda vuelta significativos —vía salarios y/o márgenes empresariales— 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 general en 2023 y 2024. En concreto, las tasas medias esperadas ahora para esos años son cuatro y siete décimas mayores que en junio, respectivamente. Para el año en curso, la mayor inflación proyectada deriva, principalmente, del repunte experimentado por los precios del petróleo durante el verano. En 2024, la revisión al alza responde, sobre todo, al encarecimiento de la energía, pero también, en menor medida, a los efectos sobre la inflación de dicho ejercicio de asumir que la reducción del IVA de los alimentos y la subvención al transporte público serán prolongadas hasta el final de 2023.

Riesgos

En un contexto en el que el grado de incertidumbre continúa siendo muy elevado, se considera que los riesgos en torno a las proyecciones están orientados a la baja en lo que respecta al crecimiento económico y se encuentran equilibrados en el caso de la inflación.

Los principales factores de riesgo sobre la senda proyectada para el PIB se derivan de una eventual evolución de la actividad económica global más desfavorable que la considerada en los supuestos que subyacen a las proyecciones —lo que, en particular, podría estar relacionado con una desaceleración más pronunciada de la economía china— y de un impacto del tensionamiento en las condiciones financieras sobre la actividad potencialmente más intenso de lo contemplado en el escenario central, lo cual a su vez implicaría una senda de inflación más baja. Además, subsiste el riesgo de que una hipotética escalada de las tensiones geopolíticas —por ejemplo, en el contexto de la guerra de Ucrania— pueda tener un impacto alcista sobre los precios de las materias primas energéticas y alimenticias, e incluso causar alguna alteración en su disponibilidad. Un escenario de esta naturaleza llevaría a un repunte de la inflación y a un deterioro de la actividad.

La cuantificación de la magnitud de los efectos de un tensionamiento de la política monetaria sobre la actividad y los precios, así como de su distribución temporal, presenta habitualmente una complejidad notable. Una de las razones para ello son los desfases, de duración incierta, con los que opera la política monetaria. En el episodio actual, las dificultades a este respecto se ven acrecentadas, adicionalmente, por el hecho de que el tensionamiento monetario ha sido, en consonancia con el fuerte repunte de la inflación, inusualmente rápido, intenso y sincronizado a escala global. En estas condiciones, resulta particularmente difícil determinar cuál es la dosis apropiada de restricción monetaria. En particular, una transmisión de la política monetaria más intensa de lo esperado conllevaría una mayor contracción de la demanda agregada y, por tanto, una senda más baja de inflación.

Un aumento de los salarios o los márgenes empresariales mayor que el anticipado implicaría una senda de inflación más elevada. Por el momento, la moderación de la inflación subyacente es modesta tanto en España como, sobre todo, en otras jurisdicciones. En tanto no se asiente de modo más inequívoco una tendencia descendente en la inflación subyacente, no puede descartarse la materialización de efectos de segunda ronda sobre los precios vía salarios y/o márgenes empresariales, especialmente en un contexto en el que la demanda de trabajo está mostrando una robustez notable. Un escenario de esta naturaleza, a escala del conjunto del área del euro, podría requerir una actuación más contundente de la política monetaria, lo cual llevaría a un endurecimiento adicional de las condiciones financieras y, en consecuencia, a un mayor debilitamiento del gasto de los agentes privados.

Existen, además, otras fuentes de incertidumbre sobre la actividad y los precios en el ámbito doméstico. En particular, subsisten dudas acerca de la capacidad del ahorro acumulado por los hogares durante la pandemia para dar soporte al consumo privado en los próximos trimestres y en cuanto al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa *Next Generation EU* y a su impacto sobre la actividad. Otro riesgo relevante es el que se deriva de la persistencia de un déficit público estructural y una deuda pública elevados, en un contexto de aumento de los costes de financiación y de reactivación de las reglas fiscales europeas.

Anejo 1

Supuestos que subyacen a las proyecciones

En comparación con las proyecciones de junio, los supuestos técnicos que sirven de punto de partida para el actual ejercicio de previsiones son algo menos favorables para el desarrollo de la actividad. En concreto, los nuevos supuestos comportan una revisión a la baja del crecimiento de los mercados de exportación de España —especialmente en 2023 y 2024— y unos precios de la energía más elevados —tanto por lo que respecta al gas como, sobre todo, al petróleo— (véase cuadro 2). Asimismo, los tipos de interés de los mercados monetarios y de la deuda soberana que los mercados financieros esperan en los próximos años son ahora algo mayores que hace tres meses. En consonancia con ello, el coste de las nuevas operaciones crediticias anticipado a lo largo del horizonte de proyección también es ahora ligeramente mayor que en las anteriores previsiones. Por último, el tipo de cambio se encuentra más apreciado en términos efectivos nominales.

Los supuestos fiscales registran muy pocos cambios con respecto al ejercicio de proyecciones de junio. En términos de nuevas medidas, el Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, extendió hasta final de año algunas de las actuaciones adoptadas en respuesta a las consecuencias económicas y sociales derivadas de la guerra de Ucrania, con un impacto estimado en el déficit de las Administraciones Públicas de una décima de PIB. Por otra parte, los últimos datos de ejecución de ingresos y gastos en el año en curso apuntarían a un déficit en 2023 algo menor que el proyectado en junio. Además, ante la ausencia de nueva información relevante al respecto, la senda prevista de gasto financiado con los fondos europeos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) se mantiene inalterada en relación con la del anterior ejercicio de proyecciones⁵. En todo caso, la incertidumbre sobre dicha senda sigue siendo muy elevada.

En el resto de los capítulos presupuestarios, las previsiones se apoyan en los supuestos técnicos habituales. Además, como en ejercicios anteriores, se continúa asumiendo una reversión parcial a lo largo del horizonte de proyección de las sorpresas al alza en la evolución de los ingresos públicos que tuvieron lugar en 2020-2021, la desaparición al inicio de 2024 de las medidas de apoyo aprobadas en el contexto de la crisis energética y la no extensión de las medidas transitorias de ingresos más allá de lo aprobado actualmente⁶.

5 En 2023, el volumen de gasto financiado con fondos MRR sería ligeramente superior al 1 % del PIB, alcanzaría su pico en 2024 (en torno al 1,3 % del PIB) y se situaría nuevamente en valores cercanos al 1 % del PIB en 2025.

6 Estas medidas son los gravámenes transitorios al sector financiero y energético, el impuesto sobre las grandes fortunas y el límite a la compensación de pérdidas en el impuesto sobre sociedades para los grupos consolidados.