

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

Índice

INFORME 4

Contexto global

- 1 La actividad económica mundial aún mantiene un considerable grado de dinamismo, a pesar del tono restrictivo de la política monetaria global y de las múltiples fuentes de incertidumbre de naturaleza geopolítica 4
- 2 En los últimos meses ha continuado el proceso desinflacionario a escala global, incluso con una intensidad mayor de la esperada en algunas geografías 5
- 3 Los bancos centrales de las economías emergentes han seguido relajando el tono restrictivo de su política monetaria, al tiempo que los de las principales economías avanzadas han pausado su ciclo de subidas de los tipos de interés 6
- 4 Los mercados financieros internacionales han experimentado movimientos intensos, destacando las ganancias bursátiles y los descensos en los tipos de interés a largo plazo 7

Contexto económico de la UEM

- 5 En el área del euro, la actividad económica ha seguido mostrando una clara debilidad y, de cara al futuro, solo se espera que incremente su grado de dinamismo de forma relativamente gradual 8
- 6 La inflación general en el área del euro se ha reducido recientemente más de lo previsto, apoyada en la desaceleración de todos sus componentes 9
- 7 El Banco Central Europeo ha detenido el ciclo de subidas de los tipos de interés 10

Economía española

- 8 En España, la revisión de la Contabilidad Nacional Anual (CNA) que el Instituto Nacional de Estadística (INE) realizó en septiembre elevó el crecimiento del PIB entre 2020 y 2022, debido a un mayor avance de la demanda interna 11
- 9 Tras el notable dinamismo que la actividad económica española registró en la primera mitad de 2023, esta se desaceleró en el tercer trimestre del año 12

- 10 Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre sugieren que la actividad habría mantenido un dinamismo similar al registrado en el trimestre anterior 13
- 11 El ritmo de avance del empleo se habría estabilizado en el último trimestre del año y se habría visto favorecido, nuevamente, por el dinamismo que viene registrando el empleo de los trabajadores de nacionalidad extranjera 14
- 12 En los últimos meses ha continuado la transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los costes de financiación y al crédito bancario 15
- 13 El consumo privado habría moderado su dinamismo en el cuarto trimestre del año 16
- 14 La inversión empresarial podría mantener el tono positivo del tercer trimestre en los meses finales del año 17
- 15 Tras el deterioro registrado en los últimos trimestres, la demanda exterior neta moderaría su contribución negativa al crecimiento en el cuarto trimestre 18
- 16 El déficit público mantiene su senda de reducción gradual 19
- 17 Tras varios meses de subidas, la inflación general volvió a descender en noviembre, mientras que la inflación subyacente ha venido manteniendo una senda de desaceleración gradual 20
- 18 Los costes laborales unitarios vienen mostrando un elevado crecimiento a pesar de que se mantiene un repunte moderado en los salarios negociados 21
- 19 Los márgenes empresariales se habrían moderado ligeramente en el tercer trimestre 22
- 20 Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan ligeramente a la baja el crecimiento del PIB en 2024 y 2025 y significativamente a la baja la tasa de inflación general en 2024 23

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2023-2026) 25

INFORME

1 La actividad económica mundial aún mantiene un considerable grado de dinamismo, a pesar del tono restrictivo de la política monetaria global y de las múltiples fuentes de incertidumbre de naturaleza geopolítica

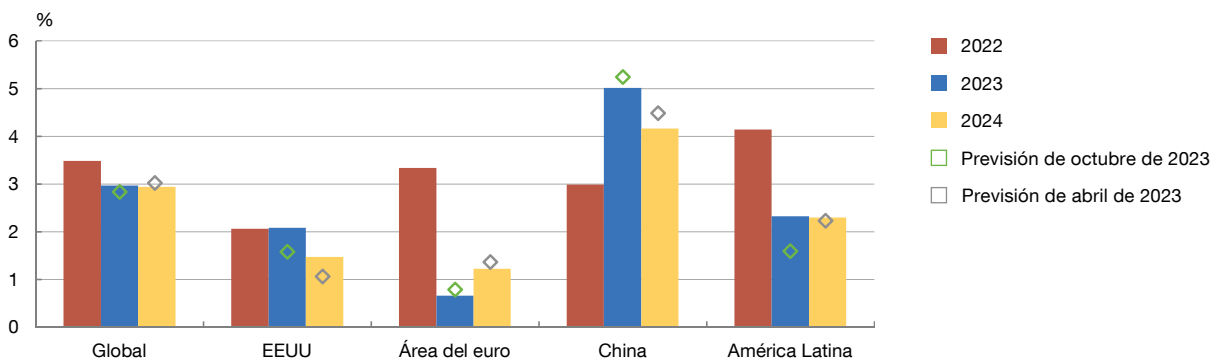
- En el tercer trimestre predominaron las sorpresas al alza en el crecimiento del PIB, que fueron especialmente significativas en Estados Unidos —gracias a la fortaleza del empleo y del consumo privado— y en China —en un contexto de mayores apoyos fiscales para contrarrestar la debilidad del sector inmobiliario—. No obstante, en algunas regiones, como el **área del euro** y Japón, la actividad mostró una mayor debilidad de la anticipada.
- De cara al cuarto trimestre, si bien se espera una ralentización de la actividad económica global, esta sería relativamente modesta; en particular, a la luz de la evolución más reciente de los indicadores PMI, cuya senda descendente de los últimos trimestres parece empezar a mostrar signos de estabilización (véase gráfico 1.a).
- En cualquier caso, el crecimiento del PIB mundial se habría desacelerado sensiblemente entre 2022 y 2023 —con una notable heterogeneidad por regiones— y no se prevé que pueda repuntar de manera apreciable en 2024, en parte como consecuencia de la pérdida de dinamismo de la actividad que se espera en Estados Unidos y China¹ (véase gráfico 1.b).

Gráfico 1

1.a Evolución de los PMI



1.b Previsiones de crecimiento



FUENTES: S&P Global y Fondo Monetario Internacional.

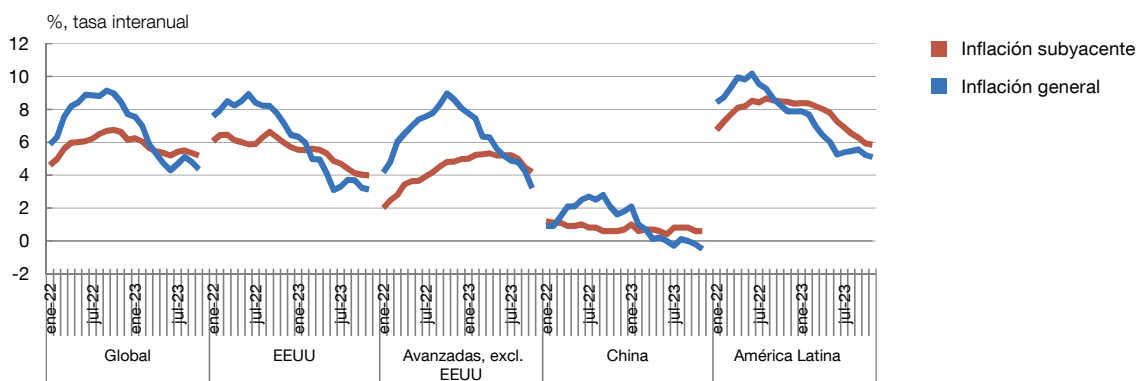
1 Para más detalles sobre la situación económica en China y sus implicaciones globales, véase [Alonso, Santabárbara y Suarez-Varela \(2023\)](#).

2 En los últimos meses ha continuado el proceso desinflacionario a escala global, incluso con una intensidad mayor de la esperada en algunas geografías

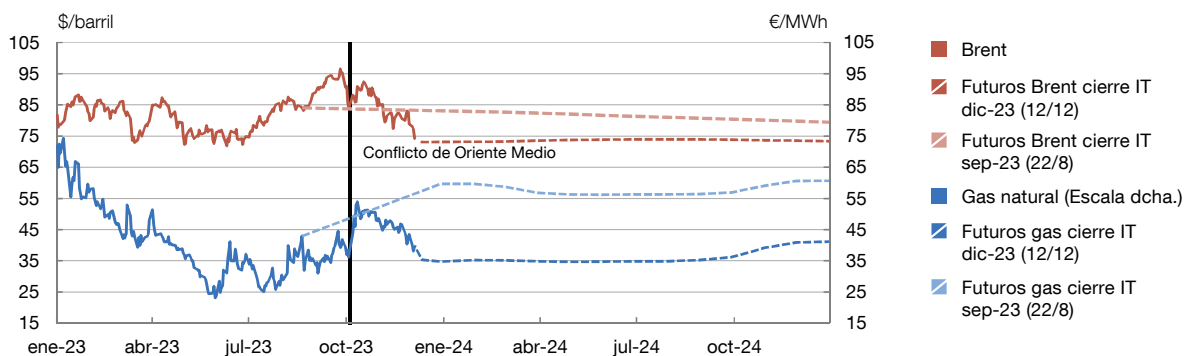
- La disminución de las presiones inflacionistas ha seguido siendo más acusada en las tasas de inflación general que en las tasas subyacentes (véase gráfico 2.a), cuyo ritmo de moderación continúa estando condicionado por la mayor persistencia relativa de la inflación de los servicios. Todo ello, en un contexto en el que los precios de la energía, que en los últimos tiempos presentaban una considerable volatilidad, han tendido a sorprender a la baja, en especial los del petróleo (véase gráfico 2.b).
- Por geografías, en términos generales, la intensidad reciente del proceso desinflacionario ha sido algo mayor de la anticipada en las economías avanzadas —especialmente en Estados Unidos y la **Unión Económica y Monetaria (UEM)**— y ha ido en línea con lo esperado en algunas economías emergentes —singularmente en América Latina y en Europa del Este—.
- En los próximos trimestres se espera que las tasas de inflación sigan descendiendo a escala global, una expectativa que depende fundamentalmente de que no se produzca una escalada en los conflictos bélicos de Ucrania y la franja de Gaza que pudiera elevar de manera significativa los precios de la energía.

Gráfico 2

2.a Evolución de la inflación



2.b Precios y futuros gas y petróleo



FUENTES: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

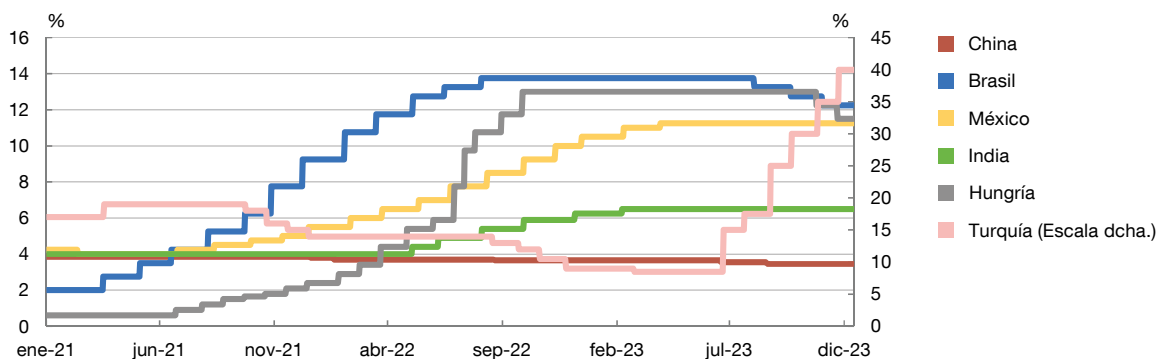


3 Los bancos centrales de las economías emergentes han seguido relajando el tono restrictivo de su política monetaria, al tiempo que los de las principales economías avanzadas han pausado su ciclo de subidas de los tipos de interés

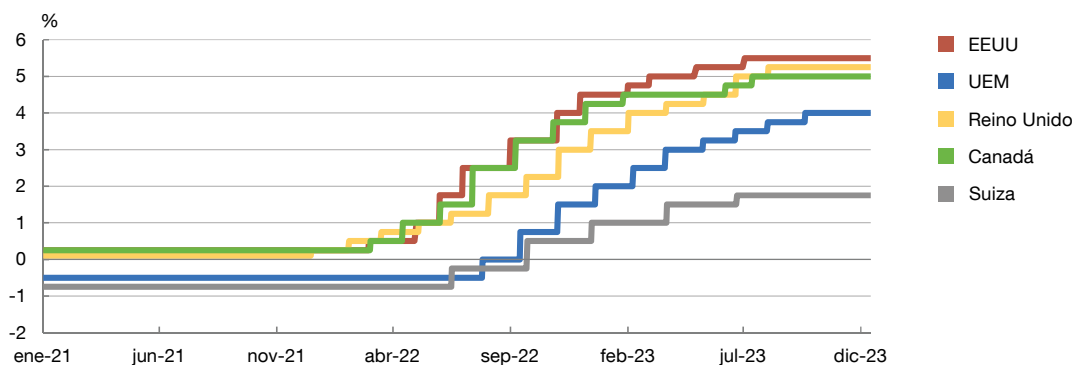
- En las economías emergentes destacaron, por ejemplo, los recortes de los tipos de interés en Brasil —de 150 puntos básicos (pb) (véase gráfico 3.a) en el acumulado entre agosto y noviembre— y en Chile —de 225 pb en el mismo período—. Del mismo modo, en un contexto de escasas presiones inflacionistas y de algunos síntomas estructurales de debilidad en la actividad económica, el banco central de China también relajó la política monetaria, con recortes del tipo a 1 año de 20 pb. En sentido contrario, en Turquía los tipos de interés oficiales se han incrementado en 3.150 pb desde mayo para tratar de contrarrestar unas tasas de inflación que aún se mantienen por encima del 61 %.
- En cuanto a las principales economías avanzadas, en sus últimas reuniones de política monetaria, la Reserva Federal estadounidense, el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo (BCE), entre otros, decidieron mantener sin cambios sus tipos de interés oficiales, tras haber alcanzado máximos desde 2008 (véase gráfico 3.b).
- En todo caso, las comunicaciones de estos bancos centrales, que han venido enfatizando que los tipos oficiales probablemente tendrían que permanecer en sus niveles actuales durante un período de tiempo prolongado para lograr reconducir la inflación hacia sus tasas objetivo de medio plazo, comienzan a señalar que el actual ciclo de endurecimiento monetario puede haber tocado techo y que hay que dejar tiempo para que la política monetaria restrictiva despliegue todos sus efectos.

Gráfico 3

3.a Tipos de interés oficiales en economías emergentes



3.b Tipos de interés oficiales en economías avanzadas



FUENTES: Bancos centrales nacionales y Refinitiv.

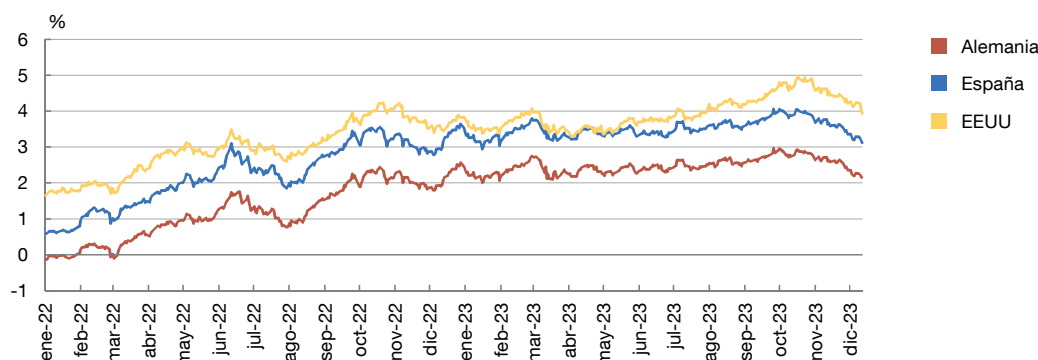


4 Los mercados financieros internacionales han experimentado movimientos intensos, destacando las ganancias bursátiles y los descensos en los tipos de interés a largo plazo

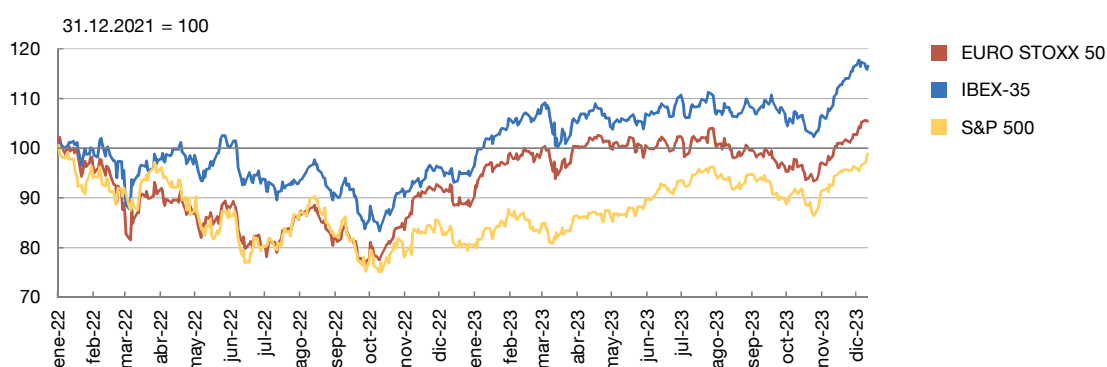
- El comportamiento de los mercados financieros internacionales ha seguido condicionado por las expectativas relacionadas con el curso futuro de la política monetaria.
- Tales expectativas han cambiado sustancialmente a lo largo del trimestre actual, adelantando e intensificando las reducciones esperadas en los tipos oficiales para 2024 tanto en Estados Unidos como en el área del euro. Así, por ejemplo, a fecha de cierre de este Informe, los mercados esperan que el primer recorte de tipos oficiales en Estados Unidos se produzca a mediados de 2024 —frente a la expectativa de hace tres meses que lo situaba en septiembre de 2024— con una reducción acumulada de 125 pb en 2024 —75 pb más de lo esperado hace tres meses—.
- Como resultado, se han producido descensos importantes en los tipos de interés a largo plazo (véase gráfico 4.a) y avances intensos en los principales índices bursátiles (véase gráfico 4.b). Asimismo, en general los diferenciales soberanos se han reducido en el área del euro —especialmente para la deuda griega e italiana, en un contexto de mejora de sus calificaciones crediticias—².

Gráfico 4

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



4.b Índices bursátiles



FUENTE: Refinitiv Datastream.

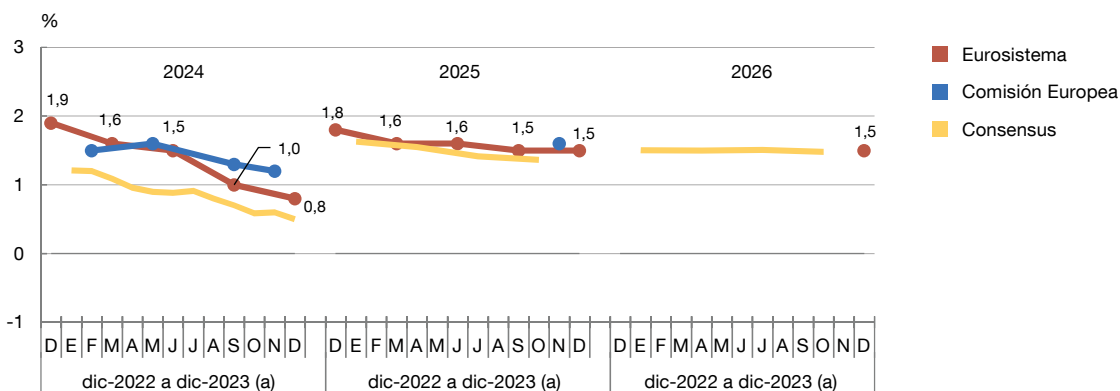
2 Standard & Poor's y Fitch establecieron la calificación de grado de inversión para la deuda soberana griega el 20 de octubre y el 1 de diciembre, respectivamente. Por su parte, Moody's elevó la perspectiva del *rating* de la deuda soberana italiana de «negativa» a «estable» el 17 de noviembre.

5 En el área del euro, la actividad económica ha seguido mostrando una clara debilidad y, de cara al futuro, solo se espera que incremente su grado de dinamismo de forma relativamente gradual

- En el tercer trimestre, el PIB de la UEM disminuyó un 0,1 %, un comportamiento ligeramente peor de lo esperado, como consecuencia de la desaceleración del entorno exterior, de la erosión de la capacidad adquisitiva de los hogares, del endurecimiento de las condiciones financieras y de la pérdida de competitividad internacional de la región en su conjunto.
- Los indicadores de actividad más recientes sugieren que estos factores habrían seguido lastrando el dinamismo de la actividad económica del área del euro durante el trimestre en curso. De esta manera, el PIB solo avanzaría un 0,1 % en el cuarto trimestre del año —apoyado en una tímida recuperación de la confianza del consumidor—, de acuerdo con el nuevo ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Eurosistema.
- En dicho ejercicio se han revisado ligeramente a la baja las perspectivas de crecimiento para 2023 y 2024 —hasta el 0,6 % y el 0,8 %, desde el 0,7 % y el 1 % de septiembre, respectivamente— y se ha mantenido la previsión de un crecimiento del 1,5 % para 2025 (véase gráfico 5.a). A más largo plazo, el PIB avanzaría de nuevo un 1,5 % en 2026.
- La senda de recuperación gradual prevista se apoyaría, sobre todo, en el consumo privado, favorecido por el incremento de la renta disponible real de los hogares en un contexto de crecimientos salariales y de descensos en la inflación. También se prevé una evolución favorable de la demanda externa, si bien su contribución al crecimiento se verá limitada por la pérdida de cuota de mercado de las exportaciones del área del euro.

Gráfico 5

5.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: Comisión Europea, Consensus Economics y Eurosistema.

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

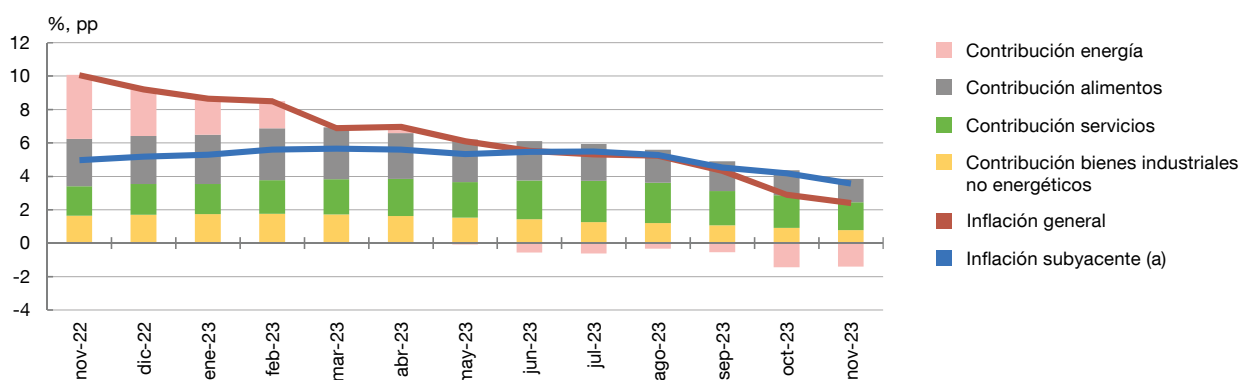


6 La inflación general en el área del euro se ha reducido recientemente más de lo previsto, apoyada en la desaceleración de todos sus componentes

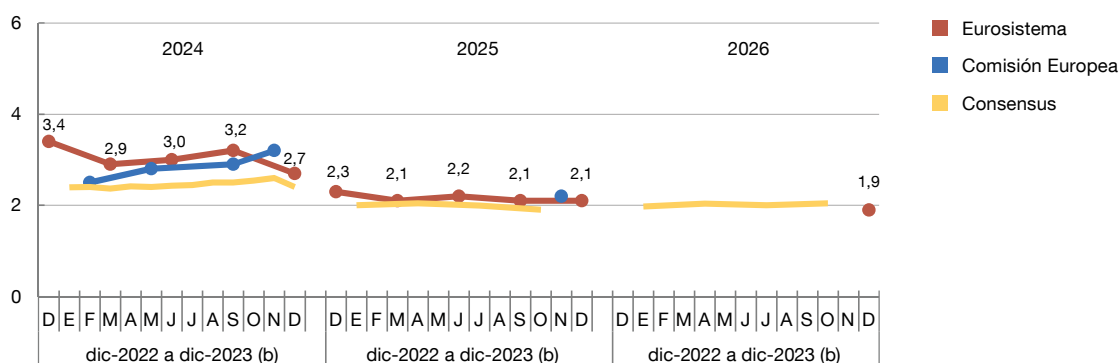
- En noviembre, la inflación en la UEM se situó en el 2,4 %, tras haber intensificado su ritmo de descenso en los dos meses anteriores (véase gráfico 6.a). No obstante, las presiones inflacionistas siguen siendo significativas, con aportaciones elevadas de los alimentos y, sobre todo, del componente de servicios, que contribuye a mantener la inflación subyacente en el 3,6 %.
- Se prevé que la desaceleración de los precios continúe en los próximos trimestres. Así, el ejercicio de proyecciones del Eurosistema correspondiente a diciembre contempla que la inflación general se sitúe en el 5,4 % en el promedio de 2023 y que se modere hasta el 2,7 % en 2024 (véase gráfico 6.b). Para 2025 y 2026, se espera una reducción adicional en el ritmo de avance de los precios, hasta el 2,1 % y el 1,9 %, respectivamente.
- En un contexto marcado por la elevada incertidumbre ligada, entre otros factores, a la evolución futura del precio de la energía, las nuevas proyecciones suponen, respecto a lo previsto hace tres meses, una revisión a la baja —de 0,2 puntos porcentuales (pp) y 0,5 pp— de la tasa inflación que se espera en 2023 y 2024, y un mantenimiento de las previsiones para 2025. Estas revisiones responden, fundamentalmente, a una evolución más favorable de los precios de la energía.

Gráfico 6

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



6.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 el que se publicó la previsión correspondiente.

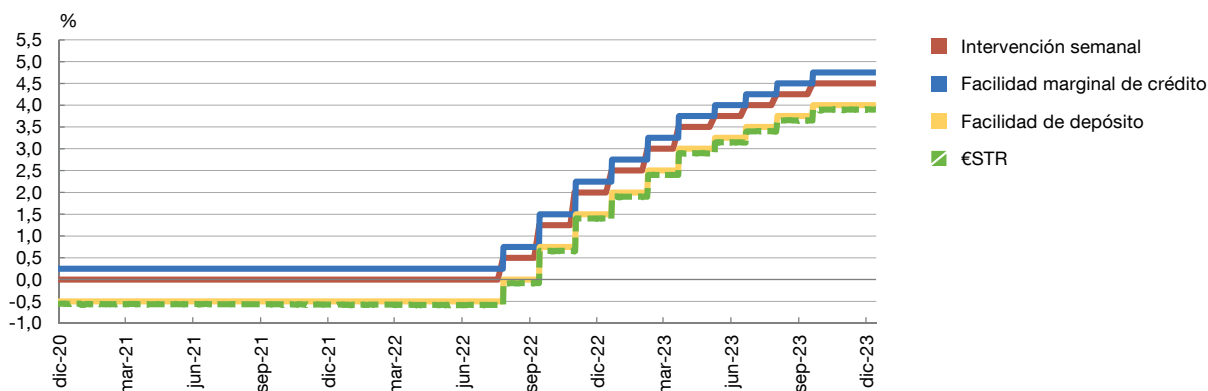


7 El Banco Central Europeo ha detenido el ciclo de subidas de los tipos de interés

- Tras diez subidas consecutivas de los tipos de interés oficiales hasta septiembre de 2023, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE considera, en función de su evaluación actual, que estos se encuentran en niveles que, mantenidos durante un período suficientemente largo, contribuirán de forma sustancial a que la inflación se sitúe pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo.
- En consecuencia, el CG del BCE ha mantenido inalterados los tipos de interés oficiales en su reunión de diciembre, como también hizo en octubre, de forma que el tipo de la facilidad de depósito ha permanecido en el 4 % (véase gráfico 7.a).
- De cara al futuro, el CG seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el nivel y la duración de la restricción de los tipos de interés que resultan 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.
- Además, dentro del proceso de normalización del balance del Eurosistema, el CG anunció en su reunión de diciembre la intención de comenzar a reducir la cartera del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) en la segunda mitad de 2024, a un ritmo de 7.500 millones de euros al mes en promedio. Hasta entonces, se continuará reinvertiendo íntegramente el principal de los valores que vayan venciendo. El CG prevé poner fin a las reinversiones en el marco del PEPP a finales de 2024.

Gráfico 7

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



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 14.12.2023.

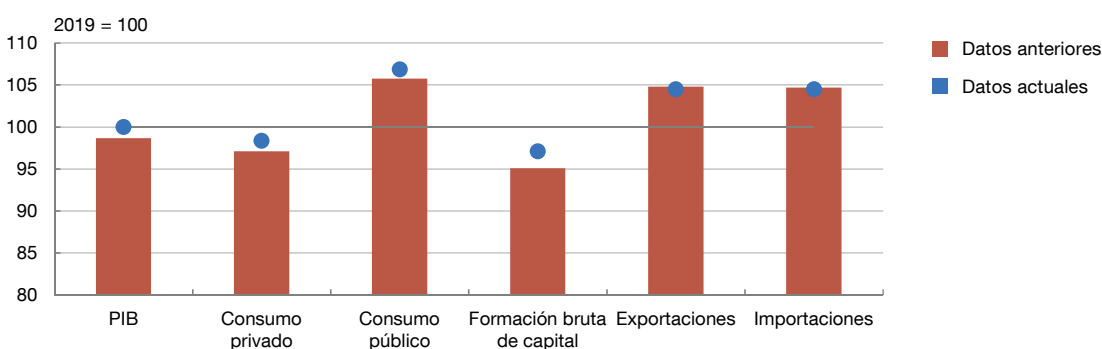


8 En España, la revisión de la Contabilidad Nacional Anual (CNA) que el Instituto Nacional de Estadística (INE) realizó en septiembre elevó el crecimiento del PIB entre 2020 y 2022, debido a un mayor avance de la demanda interna

- De acuerdo con esta revisión, el PIB de la economía española retrocedió un 11,2 % en 2020, mientras que se incrementó un 6,4 % y un 5,8 % en 2021 y 2022, respectivamente. Estas tasas implican que el ritmo de avance del PIB en cada uno de estos tres años se habría situado 0,2 pp, 0,9 pp y 0,3 pp por encima del reportado anteriormente. Ello habría permitido a la economía española recuperar su nivel de actividad previo a la pandemia ya en el tercer trimestre de 2022.
- Como se detalla en [Fernández, González Mínguez, Izquierdo y Urtasun \(2023\)](#), esta revisión estadística también ha supuesto algunos cambios significativos en otros aspectos clave del comportamiento reciente de la economía española. Así, por ejemplo, se ha elevado de forma apreciable la contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB durante el período analizado (véase gráfico 8.a). De igual modo, las nuevas series implican una evolución de la recaudación impositiva algo más congruente con la de las bases macroeconómicas y un comportamiento más dinámico del gasto de los hogares, en línea con la significativa revisión al alza que se ha producido en sus rentas reales. Por otra parte, aunque la productividad habría mostrado un comportamiento algo menos desfavorable que el inicialmente reportado, la notable revisión al alza de la remuneración por asalariado durante el período considerado habría supuesto unos mayores costes laborales unitarios³.
- Como parte de este proceso de revisión estadística, armonizado a escala europea, el crecimiento del PIB del área del euro también ha sido revisado al alza en los últimos años. Tras estas revisiones, en el tercer trimestre de este año el PIB de la UEM se encontraba 3 pp por encima de su nivel prepandemia, una brecha que también era positiva para la economía española, aunque en menor medida —2,1 pp—.

Gráfico 8

8.a PIB y principales componentes. Niveles en 2022 respecto a 2019



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



³ Por lo que se refiere a los márgenes empresariales, aproximados por el cociente entre el excedente bruto y el valor añadido (EBE/VAB), estos se situaron en el segundo trimestre de 2023 levemente por debajo del nivel anterior a la pandemia, 46,7 % frente al 47,5 % estimado con las series anteriores.

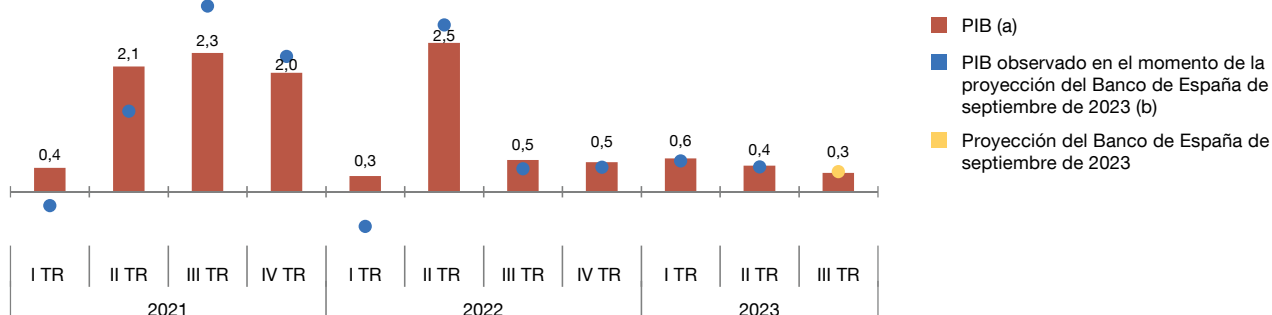
9 Tras el notable dinamismo que la actividad económica española registró en la primera mitad de 2023, esta se desaceleró en el tercer trimestre del año

- Los datos de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicados a finales de octubre implican un crecimiento del PIB del 0,3 % en el tercer trimestre, una décima menos que en el trimestre precedente, en línea con lo previsto en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre](#) (véase gráfico 9.a).
- El avance del producto en el tercer trimestre descansó de nuevo en la demanda interna, particularmente en el consumo privado y en la inversión en bienes de equipo, que mostraron incrementos intertrimestrales del 1,4 % y 2 %, respectivamente (véase gráfico 9.b). En sentido contrario, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue negativa, como resultado de una caída de las exportaciones —lastradas, fundamentalmente, por la ralentización de la actividad económica global y europea— mayor que la observada en las importaciones.
- Por ramas de actividad, los servicios siguieron mostrando un mejor comportamiento relativo —especialmente las ramas de actividades artísticas e información y comunicaciones, cuyo nivel de actividad aumentó un 11,9 % y un 1,1 %, respectivamente, en el tercer trimestre—. En cambio, la agricultura, las ramas industriales y la construcción registraron descensos del 3,4 %, 0,6 % y 0,6 %, respectivamente.

Gráfico 9

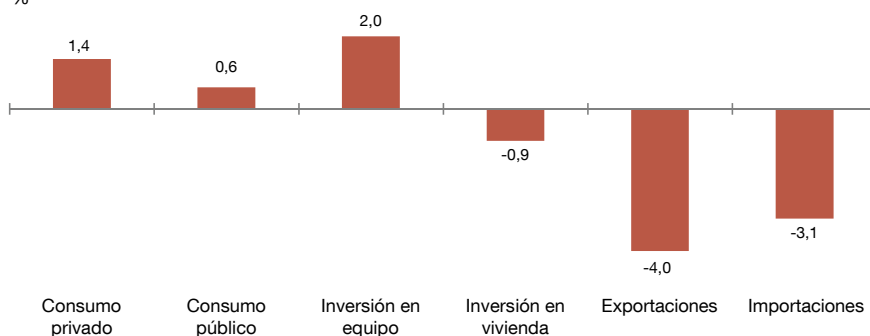
9.a Evolución del PIB de España

%, tasa de variación intertrimestral



9.b Tasas intertrimestrales de los principales componentes en el tercer trimestre

%



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Última serie publicada por el INE (27 de octubre de 2023).

b Última serie de PIB disponible durante el ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre de 2023 (28 de julio de 2023). Desde entonces se han revisado las cifras de la CNA para el período 2020-2022 y se han publicado también nuevas series de CNTR coherentes con los nuevos datos anuales, así como la estimación de avance de la CNTR del tercer trimestre.

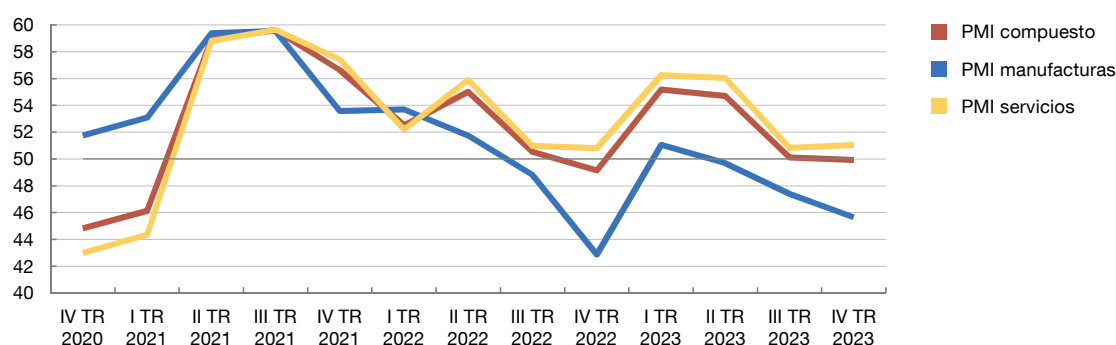


10 Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre sugieren que la actividad habría mantenido un dinamismo similar al registrado en el trimestre anterior

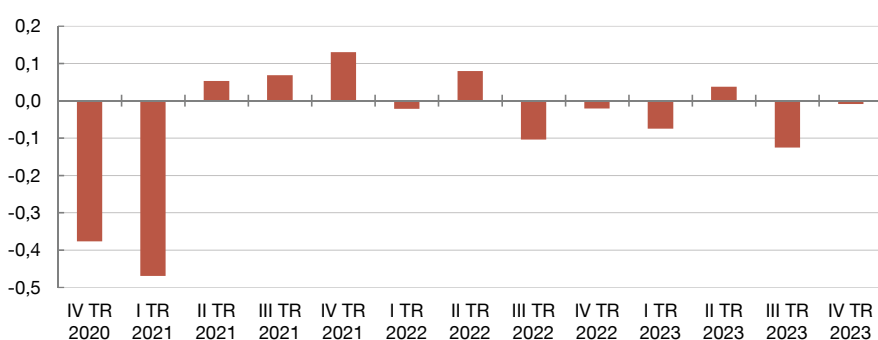
- El análisis conjunto de los distintos indicadores —entre otros, de **empleo**, de **consumo** y de **confianza**— que ofrecen información parcial, y aún incompleta, sobre el comportamiento de la actividad en el cuarto trimestre del año sugiere que el ritmo de avance del PIB en este período podría situarse en el 0,3 % intertrimestral, si bien la incertidumbre en torno a dicha estimación es elevada⁴.
- Entre los indicadores disponibles, los índices de gestores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) han mantenido hasta noviembre niveles similares a los observados en el tercer trimestre y siguen apuntando a un mayor dinamismo de los servicios frente a las manufacturas (véase gráfico 10.a).
- En el mismo sentido, la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) sugiere que la facturación de las empresas se habría mantenido prácticamente estable en relación con el trimestre precedente —período para el que las empresas reportaron un deterioro en su facturación—, si bien con una notable heterogeneidad sectorial⁵ (véase gráfico 10.b).

Gráfico 10

10.a Evolución de los PMI (a)



10.b Evolución trimestral de la facturación de la EBAE (b)



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

a El dato del PMI del cuarto trimestre de 2023 es el promedio de los meses de octubre y noviembre.

b 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.



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

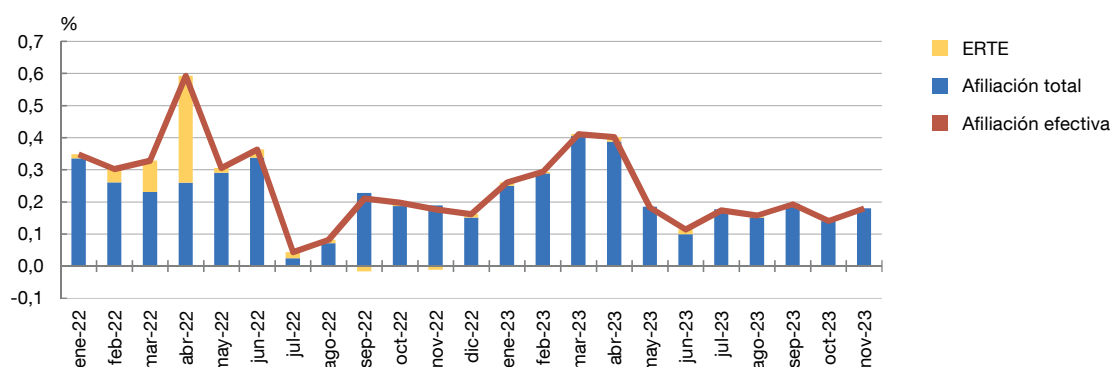
5 Para más detalles, véase [Fernández e Izquierdo \(2023\)](#).

11 El ritmo de avance del empleo se habría estabilizado en el último trimestre del año y se habría visto favorecido, nuevamente, por el dinamismo que viene registrando el empleo de los trabajadores de nacionalidad extranjera

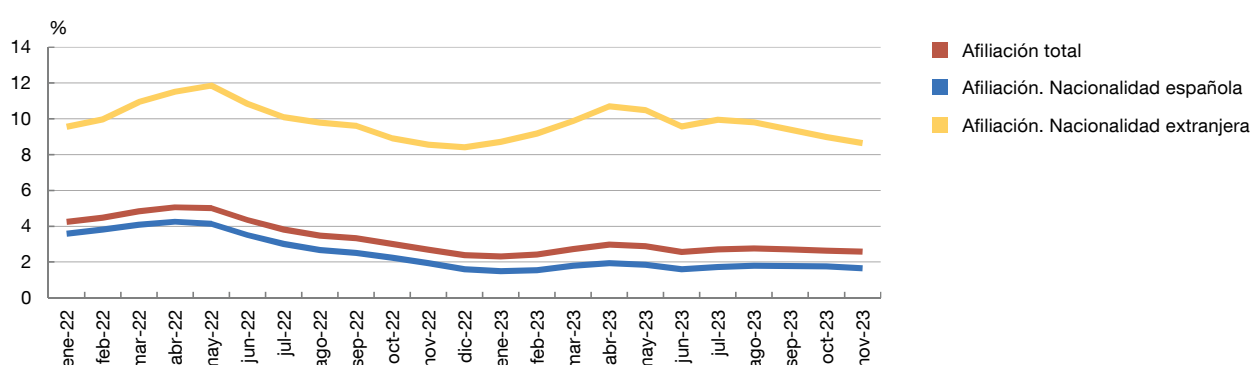
- Tras una cierta pérdida de vigor en octubre, la afiliación a la Seguridad Social creció cerca de un 0,2% en términos desestacionalizados en noviembre, en línea con las tasas de creación neta de empleo observadas en los meses de verano (véase gráfico 11.a). Esta evolución de la afiliación anticiparía un aumento del empleo en el cuarto trimestre similar al observado en el tercero.
- Por ramas de actividad, el avance de la afiliación en noviembre fue generalizado, aunque destacó la recuperación del empleo en el sector agrícola, tras los descensos registrados en los meses anteriores.
- El buen comportamiento del empleo en los últimos trimestres ha estado estrechamente ligado al elevado dinamismo observado entre el colectivo de trabajadores de nacionalidad extranjera, que en noviembre presentaron un avance interanual de la afiliación del 8,6%, frente al 1,7% experimentado por los trabajadores de nacionalidad española (véase gráfico 11.b). De este modo, en el último año los trabajadores de nacionalidad extranjera explican algo más del 40% del avance total de la afiliación, tras haber elevado su peso hasta el 12,8% de los afiliados totales desde el entorno del 11% que dichos trabajadores representaban a finales de 2019.

Gráfico 11

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



11.b Afiliación por nacionalidad (b)



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

- a Tasa mensual desestacionalizada.
b Tasa interanual.

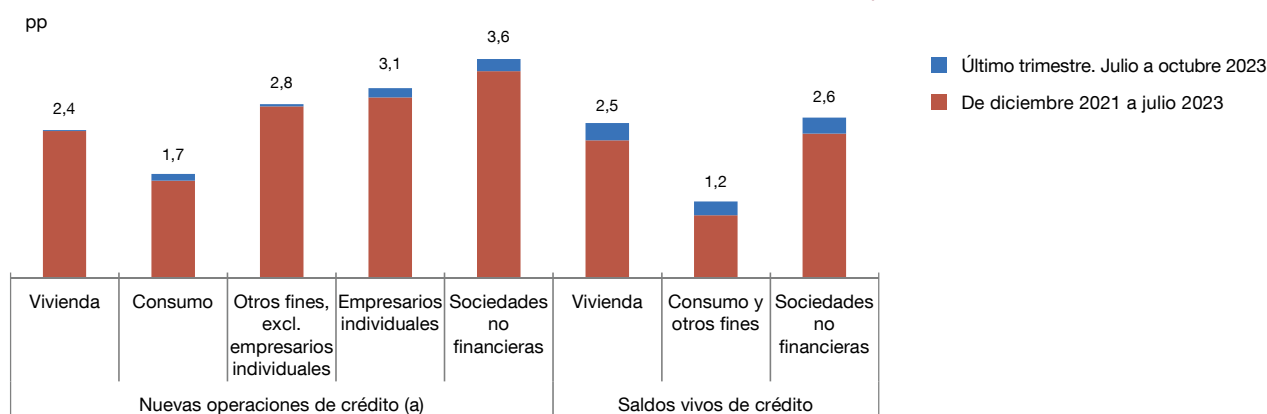


12 En los últimos meses ha continuado la transmisión del endurecimiento de la política monetaria a los costes de financiación y al crédito bancario

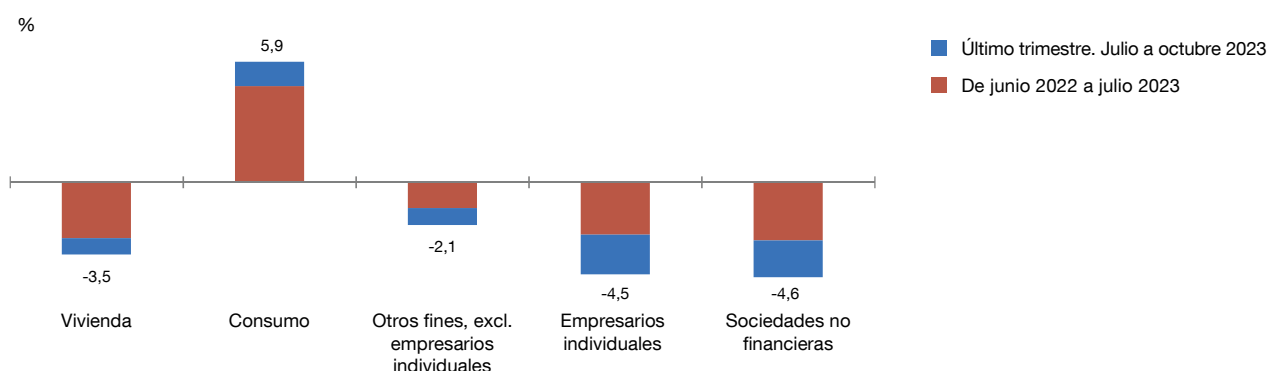
- El coste de las nuevas operaciones de financiación bancaria de los hogares y las empresas, así como el coste medio de la deuda viva, han seguido aumentando en los últimos meses (véase gráfico 12.a).
- Además, la última edición de la **Encuesta sobre Préstamos Bancarios** apuntó a una reducción adicional de la demanda y a un endurecimiento generalizado de los criterios de concesión de préstamos en los distintos segmentos del mercado de crédito. Para el cuarto trimestre del año, las entidades encuestadas esperan una nueva reducción tanto de la oferta como de la demanda de crédito, aunque con una intensidad algo más moderada que la registrada entre julio y septiembre.
- En este contexto, durante los últimos meses se ha acentuado la contracción del saldo de financiación del sector privado, especialmente en los préstamos a empresas y a empresarios individuales (véase gráfico 12.b). En cambio, los préstamos para consumo han mantenido tasas de crecimiento positivas y estables en torno al 4 % interanual, apoyadas en el período reciente por la financiación del consumo de bienes duraderos.

Gráfico 12

12.a Incremento en el coste del crédito desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la política monetaria



12.b Variación del crédito a hogares y empresas desde mediados de 2022 (b)



FUENTE: Banco de España.

a Los tipos de interés bancarios son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones, y están ajustados por componente estacional e irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).

b Datos ajustados de estacionalidad. Incluye titulizaciones, salvo en el desglose de otros fines.

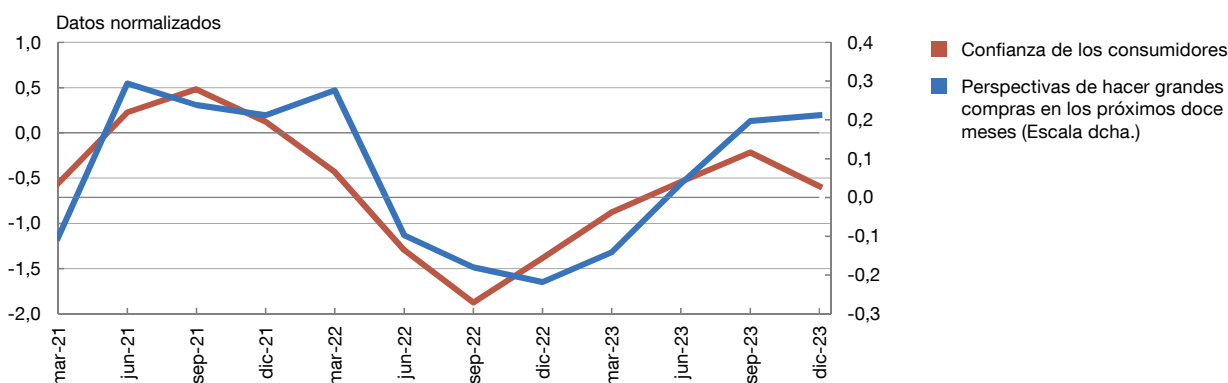


13 El consumo privado habría moderado su dinamismo en el cuarto trimestre del año

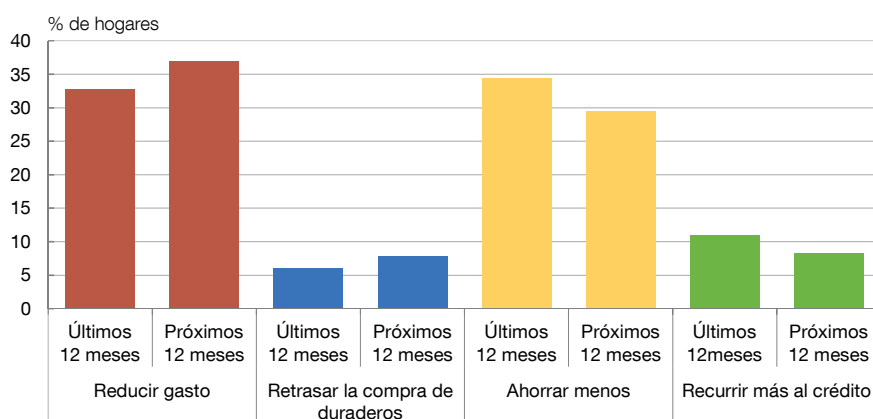
- La información disponible para el cuarto trimestre sugiere que el consumo de los hogares, que mostró un **considerable vigor en el tercer trimestre**, gracias al cual consiguió recuperar su nivel previo a la pandemia, se habría moderado en el tramo final del año. En esta dirección apunta, por ejemplo, el índice de comercio al por menor, cuyo avance se atemperó en octubre con respecto al observado durante los meses de verano.
- Esta moderación del consumo estaría reflejando, entre otros factores, la continuación del **proceso de traslación del tensionamiento de la política monetaria al coste del crédito** y una menor confianza de los consumidores, que habría contribuido recientemente a frenar la senda creciente que se venía observando en los últimos meses en lo relativo a la intención de hacer grandes compras en el futuro (véase gráfico 13.a).
- A la luz de los resultados que proporciona la Consumer Expectations Survey que realiza mensualmente el BCE, este menor dinamismo del gasto de las familias españolas podría continuar en los próximos trimestres, en parte por el menor soporte que estas esperan tener en el futuro con respecto al crédito al consumo (véase gráfico 13.b).

Gráfico 13

13.a Confianza de los consumidores y expectativas de grandes compras (a)



13.b En el futuro, los hogares anticipan recurrir menos al crédito que en los últimos doce meses para hacer frente a la senda prevista de los precios (b)



FUENTES: Comisión Europea y Consumer Expectations Survey (Banco Central Europeo).

a Se representan las medias trimestrales. El cuarto trimestre de 2023 se ha calculado como la media de los datos de octubre y noviembre.

b En el gráfico se recoge la proporción de hogares que en septiembre, de acuerdo con la encuesta utilizada, indicaban haber adoptado cada una de las medidas presentadas para hacer frente a la evolución de los precios en los últimos doce meses (y esperaban adoptarlas en los próximos doce meses para hacer frente a su evolución en el próximo año).

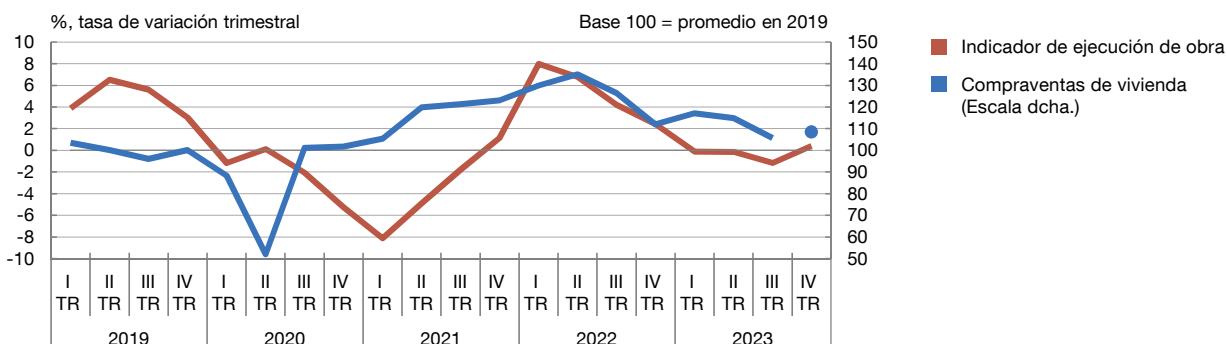


14 La inversión empresarial podría mantener el tono positivo del tercer trimestre en los meses finales del año

- Tras el avance observado en el tercer trimestre, la inversión en bienes de equipo podría continuar con el proceso de recuperación de sus niveles prepandemia en los meses finales del año. En esta dirección apuntaría, por ejemplo, la mejora del índice PMI de nuevos pedidos en el sector manufacturero observada en noviembre.
- También apuntaría en el mismo sentido el desarrollo paulatino de los proyectos de inversión asociados al programa NGEU. Así, aunque en 2023 el ritmo de adjudicación de convocatorias relacionadas con el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de dicho programa está siendo algo inferior al inicialmente previsto, en el acumulado de los diez primeros meses del año el volumen concedido se habría incrementado en cerca de un 40 % con respecto al otorgado en el mismo período de 2022.
- En cuanto a la inversión en vivienda, esta se habría mantenido relativamente estable en el cuarto trimestre, apoyada, entre otros factores, por el repunte que se ha observado recientemente en el indicador de ejecución de obra (véase gráfico 14.a). Por su parte, el precio de la vivienda aumentó un 4,5 % interanual en el tercer trimestre, una tasa 0,9 pp superior a la del segundo trimestre. Todo ello, en un contexto en el que la oferta, especialmente de vivienda nueva, sigue encontrando algunos obstáculos notables para hacer frente a una demanda de vivienda que aún presenta un considerable dinamismo a pesar del endurecimiento de las condiciones de financiación.

Gráfico 14

14.a Evolución de los principales indicadores de la inversión en vivienda (a)



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

a Para el indicador de ejecución de obra se asume un calendario de ejecución de tres meses desde que se emite el visado hasta el inicio de la obra y de dieciocho meses para la ejecución completa de la obra. Serie desestacionalizada para las compraventas de vivienda. El punto para las compraventas de vivienda representa el dato de octubre de 2023.

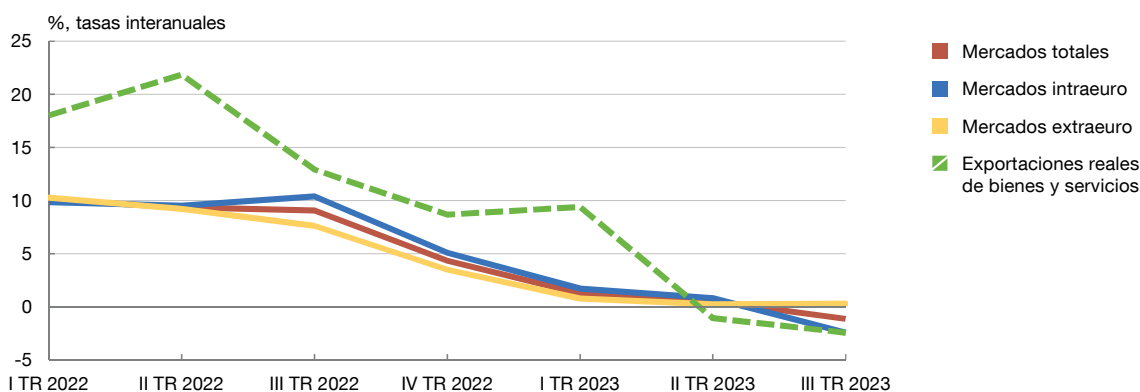


15 Tras el deterioro registrado en los últimos trimestres, la demanda exterior neta moderaría su contribución negativa al crecimiento en el cuarto trimestre

- En el tercer trimestre, el sector exterior continuó lastrando el crecimiento del PIB debido a una acusada caída de las exportaciones —del 4 % intertrimestral—, en un contexto de ralentización de los **mercados exteriores** y, en especial, de nuestros principales socios comerciales (véase gráfico 15.a).
- No obstante, el descenso que experimentaron las importaciones durante el tercer trimestre permitió mitigar parcialmente la aportación negativa del sector exterior al avance del producto. Este descenso vendría asociado, como en trimestres pasados, al auge tras la pandemia del consumo de servicios, que son menos intensivos en importaciones. También se vincularía al deterioro del poder adquisitivo de los hogares, que habría estimulado una redirección del consumo hacia bienes de «marcas propias», con menor contenido importador⁶.
- De cara al futuro, la **recuperación gradual que se prevé para el área del euro** constituiría un soporte para las exportaciones españolas en los próximos trimestres. No obstante, en sentido contrario, también se espera una moderación en el dinamismo de los flujos turísticos, una vez que estos ya han recuperado los niveles previos a la pandemia⁷.

Gráfico 15

15.a Mercados de exportación de España



FUENTES: Banco Central Europeo e Instituto Nacional de Estadística.

6 Las marcas blancas tienden a ser más baratas que las marcas del fabricante. Este fenómeno sería particularmente relevante en algunas ramas como alimentación y textil, donde se viene observando una peor evolución de las importaciones respecto a las ventas interiores.

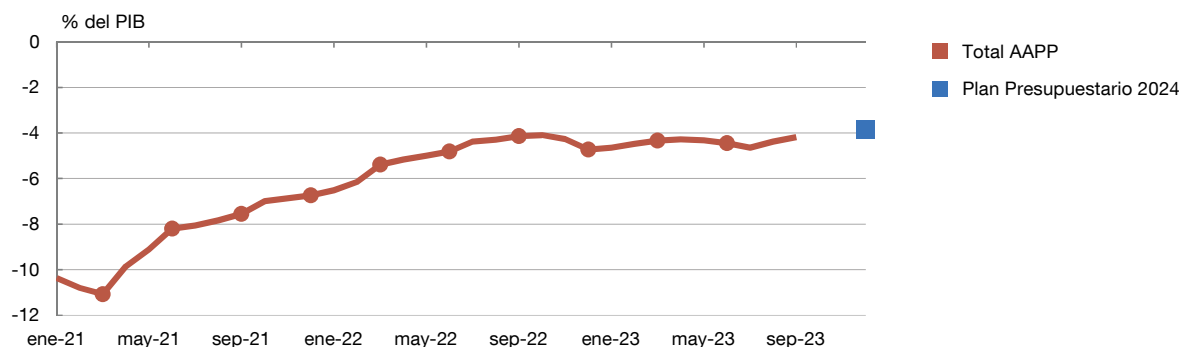
7 En el período enero-octubre de 2023, las llegadas de turistas extranjeros ya se situaron un 0,2 % por encima de sus niveles prepandemia, según los últimos datos del INE.

16 El déficit público mantiene su senda de reducción gradual

- En el acumulado de doce meses, el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) se situó en el 4,2 % del PIB al final del tercer trimestre, tres décimas menos que en junio y cinco décimas por debajo del registrado al cierre de 2022. En cualquier caso, este déficit aún se encuentra por encima del que el Gobierno se ha marcado como objetivo para el conjunto de 2023, un 3,9 % (véase gráfico 16.a).
- En el acumulado desde enero, la tasa de crecimiento interanual de los gastos se situó en el 6,2 % en septiembre, ligeramente por debajo de la registrada hasta junio. Por partidas, destaca el repunte interanual que presentan las prestaciones sociales (del 9,8 %), impulsadas por la revalorización de las pensiones, pero también por el crecimiento del gasto en desempleo (del 5,2 %). Asimismo, tanto el consumo público como el gasto en intereses de la deuda siguen mostrando ritmos de avance significativos (del 6,1 % y 8,8 %, respectivamente). En sentido contrario, las subvenciones públicas disminuyen un 19,4 % —por el efecto base asociado a la retirada de las subvenciones a los carburantes que estuvieron en vigor en 2022— y la inversión pública retrocede un 2,7 %.
- Por su parte, también en el acumulado desde enero, la tasa de crecimiento interanual de los ingresos se situó en el 8,1 % en septiembre, ligeramente por debajo de la registrada hasta junio. En esta evolución, destaca el incremento interanual que presenta la recaudación por impuestos directos (del 11,1 %) y cotizaciones sociales (del 9,2 %), favorecido por el repunte de las rentas nominales y por algunas medidas adoptadas recientemente —como el aumento de las cotizaciones sociales y la introducción de gravámenes transitorios sobre beneficios empresariales y patrimonio—. No obstante, cabe reseñar que, desde finales de 2022, el crecimiento de la recaudación se estaría situando por debajo de lo que determinarían sus bases macroeconómicas y las medidas adoptadas, especialmente en el caso de los impuestos indirectos.

Gráfico 16

16.a Saldo presupuestario de las AAPP (a)



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

a Los puntos corresponden a datos del conjunto de las AAPP, que la Intervención General de la Administración del Estado solo publica trimestralmente y con mayor retraso. Los datos mensuales restantes se extrapolan a partir de la información del agregado excluyendo corporaciones locales.

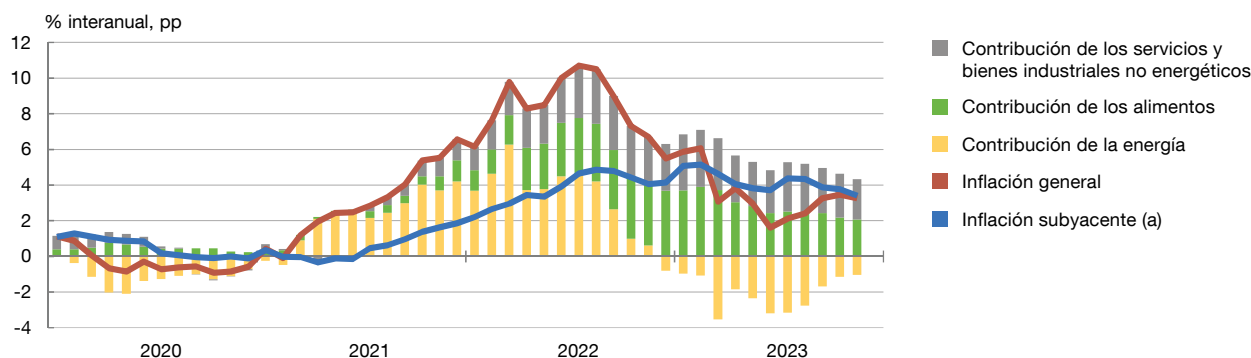


17 Tras varios meses de subidas, la inflación general volvió a descender en noviembre, mientras que la inflación subyacente ha venido manteniendo una senda de desaceleración gradual

- Desde el mínimo observado en junio (del 1,6 % interanual), la inflación general repuntó de manera persistente hasta octubre, principalmente como consecuencia de una acusada moderación en el ritmo de descenso de los precios energéticos. En noviembre, el descenso de la inflación general (hasta el 3,3 %) vino explicado, fundamentalmente, por la desaceleración de la inflación subyacente (véase gráfico 17.a).
- El aumento de los precios de las materias primas energéticas observado hasta principios de octubre ha registrado una moderación considerable en las últimas semanas, lo que ha contribuido a frenar la aceleración del componente energético en noviembre.
- Por su parte, la inflación subyacente ha venido manteniendo desde julio un proceso gradual de desaceleración, hasta situarse en el 3,4 % en noviembre. Este descenso se ha visto apoyado, esencialmente, por el observado en las partidas relacionadas con las actividades de ocio, restauración y turismo –del 6,6 % en julio al 5,4 % en noviembre– y en las relativas al equipamiento y conservación de la vivienda –del 4,5 % al 2,8 % en el mismo período–.
- En cuanto a la inflación de los alimentos, su senda de desaceleración se detuvo durante el verano, pero esta se ha reanudado en los dos últimos meses, hasta situarse en el 8,6 % en noviembre. Los precios de los cereales, de la leche y de sus derivados son los que más han contribuido a la desaceleración reciente de la inflación de los alimentos, si bien este ha sido un fenómeno bastante generalizado por productos.

Gráfico 17

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



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.

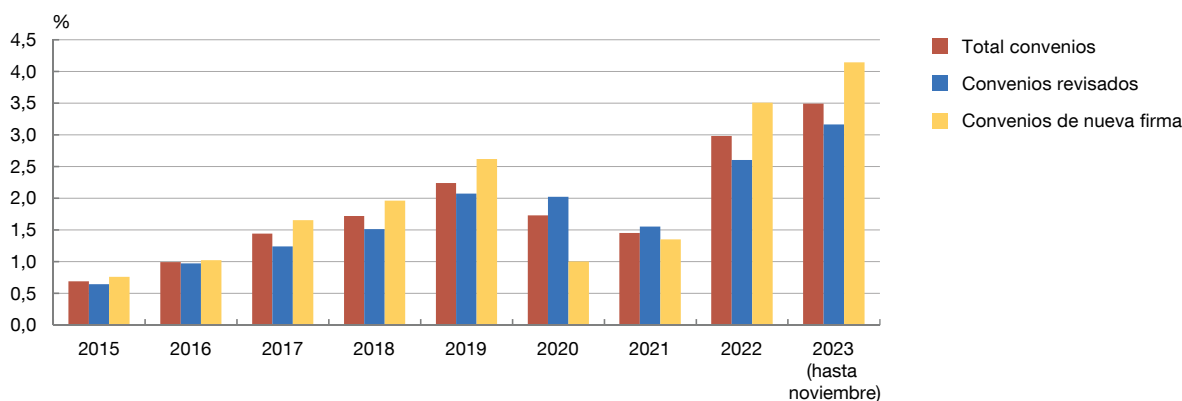


18 Los costes laborales unitarios vienen mostrando un elevado crecimiento a pesar de que se mantiene un repunte moderado en los salarios negociados

- Hasta noviembre, el incremento salarial pactado para 2023 se situó en el 3,5 %, ligeramente por encima del acordado para el año pasado (del 3 %) (véase gráfico 18.a). El aumento pactado está siendo superior en los convenios de nueva firma que se están alcanzando este mismo año y que ya afectan a algo más de 3,5 millones de trabajadores. En concreto, estos nuevos convenios recogen un incremento salarial del 4,1 % en 2023, un aumento que, en términos generales, estaría en línea con las recomendaciones fijadas en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva.
- En cualquier caso, en los últimos trimestres la remuneración por asalariado en la economía de mercado ha venido registrando aumentos superiores a los incrementos salariales pactados en convenio. En particular, incluso a pesar de experimentar una desaceleración respecto a las dinámicas observadas en el primer semestre del año, la remuneración por asalariado en la economía de mercado mostró un crecimiento del 4,9 % interanual en el tercer trimestre.
- Este crecimiento de la remuneración, en un entorno de incremento de los costes laborales no salariales (por ejemplo, cotizaciones sociales) y débil comportamiento de la productividad, implica aumentos de los costes laborales unitarios por encima de los observados en el resto de países de la UEM desde el inicio de la pandemia, lo que podría acabar afectando a la competitividad-precio de las empresas españolas.

Gráfico 18

18.a Incremento salarial pactado



FUENTE: Ministerio de Trabajo y Economía Social.

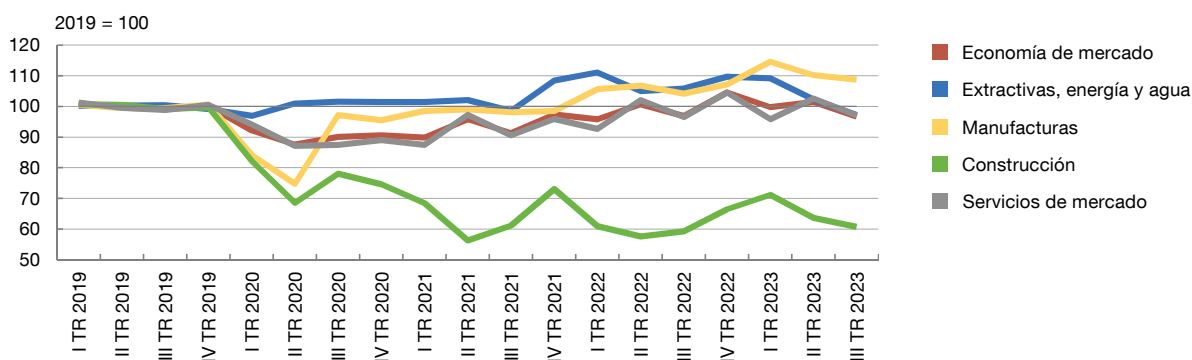


19 Los márgenes empresariales se habrían moderado ligeramente en el tercer trimestre

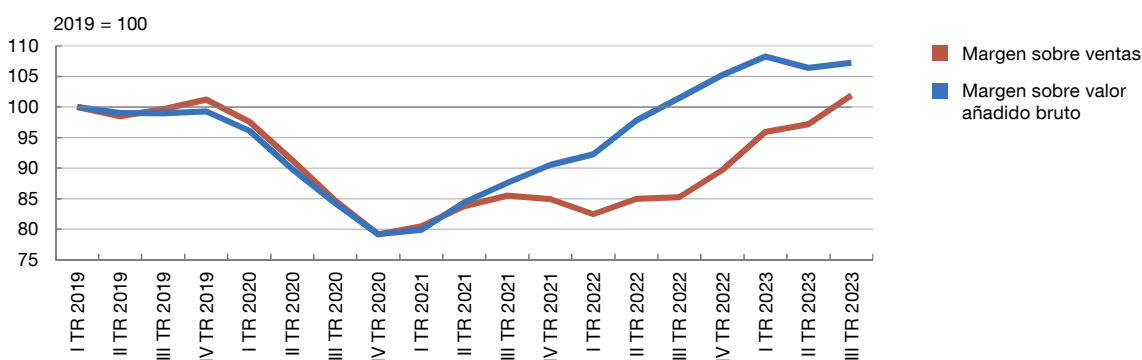
- De acuerdo con la información de la CNTR para el tercer trimestre del año, la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado habría mantenido la senda de moderación que inició al principio del ejercicio, tras el repunte experimentado en 2022 (véase gráfico 19.a). No obstante, la evolución agregada de esta ratio sigue siendo compatible con la existencia de una notable heterogeneidad entre sectores.
- Estos desarrollos están en línea 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, si bien dicha ratio habría mostrado una cierta estabilización en el tercer trimestre. 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 tercer trimestre, hasta alcanzar ya los niveles vigentes antes de la pandemia (véase gráfico 19.b).

Gráfico 19

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



19.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, mientras que el margen sobre el VAB se define como el cociente entre el REB y el VAB. Datos acumulados de cuatro trimestres.



20 Las nuevas proyecciones macroeconómicas del Banco de España revisan ligeramente a la baja el crecimiento del PIB en 2024 y 2025 y significativamente a la baja la tasa de inflación general en 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 2023-2026.
- Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB de nuestro país crecerá a tasas del 2,4 %, el 1,6 %, el 1,9 % y el 1,7 % en 2023, 2024, 2025 y 2026, respectivamente. En comparación con las proyecciones publicadas en septiembre, las actuales comportan una ligera revisión al alza, de 0,1 pp, en el crecimiento del PIB en 2023, debido al efecto positivo que las revisiones estadísticas que el INE ha llevado a cabo en los últimos meses han tenido sobre las tasas de avance del producto en el primer semestre de 2023 y en el segundo de 2022. En cambio, el crecimiento del PIB en 2024 y 2025 se revisa a la baja en 0,2 pp y 0,1 pp, respectivamente, entre otros factores, por unas perspectivas menos favorables acerca de la evolución futura del consumo de los hogares —si bien este seguirá siendo el principal motor del crecimiento español durante todo el horizonte de proyección—.
- Por otra parte, se prevé que el proceso de moderación de la inflación siga avanzando gradualmente en los próximos trimestres, de manera que la tasa de inflación general se reducirá desde el 3,4 % en 2023 hasta el 3,3 % en 2024, para descender nuevamente en 2025 y 2026 hasta el 2 % y el 1,9 %, respectivamente. En comparación con las proyecciones de septiembre, la tasa de inflación general se revisa a la baja en 0,2 pp en 2023, debido a las sorpresas registradas en el componente energético en los meses más recientes. Asimismo, las nuevas proyecciones incorporan una revisión a la baja de 1 pp para 2024 y al alza de 0,2 pp para 2025. La revisión de 2024 se explica, principalmente, por los nuevos supuestos sobre los que descansan las proyecciones, que contemplan unos menores precios de la energía para los próximos trimestres y una prórroga de la reducción del IVA de los alimentos y de la subvención al transporte público hasta junio y diciembre de 2024, respectivamente. Por su parte, la revisión al alza de la inflación general prevista para 2025 se debe, fundamentalmente, a la expiración de dichas prórrogas.
- 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	2026
PIB	2,4 % ↑0,1 pp	1,6 % ↓0,2 pp	1,9 % ↓0,1 pp	1,7 %
Inflación	3,4 % ↓0,2 pp	3,3 % ↓1,0 pp	2,0 % ↑0,2 pp	1,9 %

FUENTE: Banco de España.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA (2023-2026)**

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2026)

Esta sección presenta los principales rasgos de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española a lo largo del horizonte 2023-2026¹.

Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el crecimiento del PIB de nuestro país, que en 2022 alcanzó el 5,8 %, se ralentizará en 2023 y en 2024, y se establecerá en el 2,4 % y el 1,6 %, respectivamente; con posterioridad, el ritmo de avance del producto se situará en el 1,9 % en 2025 y el 1,7 % en 2026 (véase cuadro 1). Por el lado de los precios, la inflación general —que en el promedio de 2022 fue del 8,3 %— disminuirá hasta el 3,4 % en 2023 y seguirá moderándose a lo largo de todo el horizonte de proyección, registrando tasas promedio del 3,3 % en 2024, del 2 % en 2025 y del 1,9 % en 2026. Por su parte, el componente subyacente de los precios crecerá un 4,1 % este año —tres décimas más que en 2022—, se desacelerará hasta el 1,9 % en los dos años siguientes y se situará en el 1,8 % en 2026. En cuanto a la tasa de paro, esta se reducirá desde el 12,9 % de 2022 hasta el 12,1 % en 2023 y mostrará una leve senda descendente durante el período 2024-2026, si bien permanecerá en el entorno del 11 %.

El resto de esta sección se organiza del siguiente modo: en primer lugar, se describen los principales supuestos y factores que subyacen a este ejercicio de proyecciones; en segundo lugar, se presentan los rasgos fundamentales de la evolución prevista para la actividad y los precios, y, por último, se discuten algunos de los principales riesgos que existen en torno a estas previsiones.

Principales factores condicionantes y supuestos que subyacen a las proyecciones

En términos generales, todo ejercicio de proyecciones viene condicionado por dos elementos fundamentales. En primer lugar, por un conjunto de supuestos técnicos que describen la evolución futura prevista de determinadas variables macrofinancieras y fiscales; una evolución que es clave a la hora de precisar el grado de dinamismo de la actividad y el comportamiento de la inflación en los próximos trimestres. En segundo lugar, por las posibles revisiones estadísticas que se han producido en los últimos meses y que han podido modificar el punto de partida sobre el que proyectar las sendas futuras de la actividad y los precios. En este apartado se describe, brevemente, el papel que estos factores desempeñan en el actual ejercicio de previsiones.

¹ Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 19 de septiembre, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, la revisión de las cifras de la Contabilidad Nacional Anual (CNA) referidas al período 2020-2022, la revisión de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) hasta el segundo trimestre de 2023, compatible con las nuevas series de la CNA, las cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales del segundo trimestre de 2023, la estimación de avance de la CNTR del tercer trimestre de 2023 y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de distintas variables clave en el ejercicio. Además, en este ejercicio se incorpora, por primera vez, el año 2026 al horizonte de proyección. La fecha de cierre de la recogida de información es el 30 de noviembre.

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)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Diciembre de 2023	2,4	1,6	1,9	1,7	3,4	3,3	2,0	1,9	4,1	1,9	1,9	1,8	12,1	11,7	11,4	11,3
Septiembre de 2023	2,3	1,8	2,0	—	3,6	4,3	1,8	—	4,1	2,3	1,7	—	12,0	11,5	11,3	—

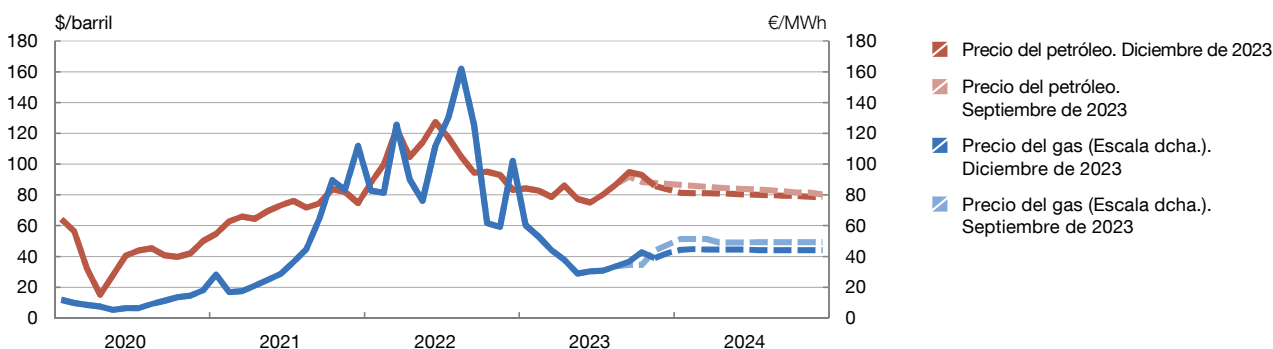
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de noviembre de 2023.**b** Media anual.

Gráfico 1

1.a Evolución de los precios de la energía

**FUENTES:** Mercado Ibérico del Gas y Reuters.

Supuestos sobre la evolución futura de los precios de la energía. En el contexto de los ejercicios de previsión del Eurosistema, el comportamiento futuro esperado de los precios de las materias primas energéticas a lo largo del horizonte de proyección —que solo puede estimarse con una extraordinaria incertidumbre— se aproxima a partir de su cotización en los mercados de futuros. Como se puede apreciar en el gráfico 1, dichos mercados contemplan ahora unos **precios futuros para el petróleo y el gas natural más reducidos** que los que se incorporaron en el ejercicio de proyecciones de septiembre, si bien estos aún permanecerán por encima de sus niveles previos a la pandemia.

Supuestos sobre la evolución futura de los tipos de interés. De acuerdo con las expectativas de los mercados financieros internacionales², los tipos de interés a corto y a largo plazo

² En los ejercicios de previsión del Eurosistema, los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés de mercado —al igual que en el caso de los precios del petróleo y otras materias primas— están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre del ejercicio de proyección.

Cuadro 2

Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

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

	2022	Proyecciones de diciembre de 2023				Diferencia entre las previsiones actuales y las de septiembre de 2023 (b)		
		2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025
Mercados de exportación de España (c)	8,1	0,2	2,2	3,0	2,9	-0,1	-0,5	0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	103,7	84,0	80,1	76,5	73,6	0,2	-3,4	-2,3
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,05	1,08	1,08	1,08	1,08	0,00	0,00	0,00
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	112,1	115,6	116,5	116,5	116,5	-0,1	0,8	0,8
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	0,3	3,4	3,6	2,8	2,7	0,0	0,0	-0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	2,2	3,5	3,6	3,7	3,9	0,0	-0,1	-0,1

FUENTES: Mercado Ibérico del Gas, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 28 de noviembre para los mercados de exportación de España y 23 de noviembre 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 Eurosistema para la zona del euro* de diciembre 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.

permanecerán en niveles relativamente elevados a lo largo de todo el horizonte de proyección. No obstante, en relación con las expectativas que los participantes en estos mercados mantenían hace unos meses, **la senda prevista a futuro para los tipos de interés se ha revisado ligeramente a la baja recientemente** (véase cuadro 2).

Supuestos sobre la evolución futura de los mercados exteriores. En línea con las perspectivas sobre el **comportamiento de la actividad económica global** en los próximos trimestres y, en especial, sobre el **crecimiento económico en la Unión Económica y Monetaria**, el ejercicio de proyecciones conjunto del Eurosistema contempla una recuperación gradual de los mercados de exportación de España en los próximos años. Dicha recuperación sería, no obstante, ligeramente más débil que la prevista en el ejercicio de proyecciones de septiembre, debido, sobre todo, al menor dinamismo esperado en el tramo final de 2023 y en los primeros meses de 2024. Por otra parte, en relación con dicho ejercicio, el tipo de cambio en términos efectivos nominales se encuentra ahora algo más apreciado.

Supuestos sobre la política fiscal en España. Los nuevos supuestos fiscales incluyen algunos cambios significativos con respecto a los supuestos que se tuvieron en cuenta sobre esta materia en las proyecciones de septiembre. En particular, el actual ejercicio incorpora la extensión hasta

diciembre de 2024 de las subvenciones al precio del transporte público implementadas en 2023 —en línea con lo previsto por el Gobierno en el último Plan Presupuestario— y la extensión hasta junio de 2024 de la rebaja del IVA de determinados alimentos —de acuerdo con el anuncio público hecho por el Gobierno—. No obstante, se mantiene el supuesto en cuanto a la expiración, a finales de 2023, del resto de las medidas desplegadas ante la crisis energética —en particular, de las rebajas de impuestos sobre la energía—. Sin tener en cuenta el impulso fiscal proveniente del programa *Next Generation EU* (NGEU), todo ello implicaría un tono contractivo de la política fiscal en 2024, aunque menos acusado que en las anteriores proyecciones. Además, el tono de la política fiscal pasaría a ser ligeramente expansivo en 2025, debido al supuesto de no extensión de las medidas transitorias de ingresos más allá de lo aprobado actualmente³.

Supuestos sobre el gasto financiado con los fondos europeos del programa NGEU. La senda prevista de gastos e inversiones vinculados al programa NGEU contempla un cierto retraso con respecto a la que se incluyó en el ejercicio de proyecciones de septiembre. Esto se debe, fundamentalmente, a que en los últimos meses la *evolución de las adjudicaciones ha mostrado un dinamismo menor de lo esperado*. De este modo, se prevé que el impacto máximo de los fondos NGEU sobre el nivel de PIB se materialice en los años 2025 y 2026, frente a la senda proyectada en septiembre, que implicaba un impacto máximo en el nivel de PIB en 2024. Además, las nuevas proyecciones incorporan el recurso a los préstamos vinculados al programa NGEU e incluidos en la adenda al Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia español que fue aprobada por la Comisión Europea el pasado mes de octubre. No obstante, ante la elevada incertidumbre y la ausencia de información relevante acerca de la implementación de los diferentes mecanismos que permitirán canalizar estos préstamos, las actuales proyecciones solo incorporan su efecto sobre la deuda pública a lo largo del horizonte de proyección, pero no su eventual impacto macroeconómico, que podría materializarse más allá del horizonte 2023-2026.

Revisiones estadísticas. Un factor que condiciona de manera apreciable el ejercicio de proyecciones actual son las revisiones que el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha realizado en los últimos meses tanto de la CNA —para el período 2020-2022— como de la CNTR —para los dos primeros trimestres de 2023—. Si bien estas revisiones forman parte de procedimientos estadísticos bien conocidos y armonizados a escala europea, en esta ocasión han dado lugar a algunos cambios *muy relevantes tanto en el nivel como en la composición de la actividad económica española*, que modifican sustancialmente el punto de partida del presente ejercicio de proyecciones en relación con el de septiembre. En particular, como se detalla en *Fernández, González Mínguez, Izquierdo y Urtasun (2023)*, según los nuevos datos, la economía española recuperó el nivel de PIB prepandemia en el tercer trimestre de 2022 —en lugar de haberlo hecho en la primavera de 2023, tal y como se desprendía de la información anterior—. A ello habría contribuido, entre otros factores, un mayor dinamismo del reportado inicialmente por parte del consumo de los hogares, cuyas rentas reales también se revisaron significativamente al alza.

³ 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.

Evolución prevista para la actividad

En un contexto de debilidad del entorno exterior y de traslación gradual del endurecimiento de la política monetaria global y europea a la actividad económica, la economía española se desaceleró en el tercer trimestre del año, si bien pudo mantener un ritmo de avance relativamente elevado. En concreto, según los datos de avance de la CNTR publicados por el INE, **el crecimiento intertrimestral del PIB se situó en el 0,3 % en el tercer trimestre**, en línea con lo esperado por el Banco de España en septiembre⁴. Si bien esta tasa de crecimiento fue inferior a las registradas en los dos primeros trimestres del año —del 0,6 % y del 0,4 %, respectivamente—, estuvo claramente por encima de la observada en el promedio del área del euro —del -0,1 %— y en otras de las mayores economías de la región.

Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre sugieren que la actividad habría mantenido un dinamismo similar al registrado en el trimestre anterior, coherente con un crecimiento en el entorno del 0,3 %. En esta dirección apuntan, por ejemplo, los indicadores PMI —**que han mantenido en octubre y noviembre niveles similares a los observados en el tercer trimestre**—, la **Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)** —que apunta a una estabilidad de la facturación de las empresas en el tramo final del año— y la **evolución de la afiliación a la Seguridad Social** —cuyo ritmo de crecimiento en octubre y noviembre fue, de media, similar al observado en el tercer trimestre—.

De cara a los próximos trimestres, se prevé que el crecimiento de la actividad tenderá a estabilizarse en registros ligeramente superiores a los observados en el último semestre. No obstante, el elevado dinamismo que la actividad económica mostró en el tramo final de 2022 y a comienzos de 2023 implica que, en términos de las tasas medias anuales, el avance del PIB se ralentizará entre 2023 y 2024 —desde el 2,4 % hasta el 1,6 %—, antes de volver a acelerarse levemente en el bienio 2025-2026, cuando alcanzará tasas del 1,9 % y el 1,7 %, respectivamente (véase cuadro 3). Esta evolución resulta coherente con los supuestos que subyacen a estas proyecciones, referidos al impulso fiscal proveniente del programa NGEU y a la reactivación paulatina de la economía europea, así como con la senda de moderación de la inflación y la consiguiente recuperación de las rentas reales de los agentes que se espera a lo largo del horizonte de proyección. El hecho de que el impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad alcance su pico el próximo año también contribuirá a la aceleración prevista en el ritmo de crecimiento del PIB en el bienio 2025-2026.

El principal soporte de la actividad a lo largo del horizonte de proyección será la demanda interna (véase gráfico 2). Por un lado, el consumo de los hogares se verá favorecido por el aumento de las rentas reales, en un contexto de moderación de las tasas de inflación y de creación de empleo e incrementos salariales en un mercado laboral relativamente dinámico. Por otro lado, la formación bruta de capital también actuará como un importante motor del crecimiento, debido, en gran medida, al efecto dinamizador de los proyectos de inversión vinculados al programa NGEU, cuyo despliegue ganará tracción en 2024 y 2025. Por su parte, la aportación de

4 "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)". *Boletín Económico* - Banco de España, 3/2023.

Cuadro 3

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

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

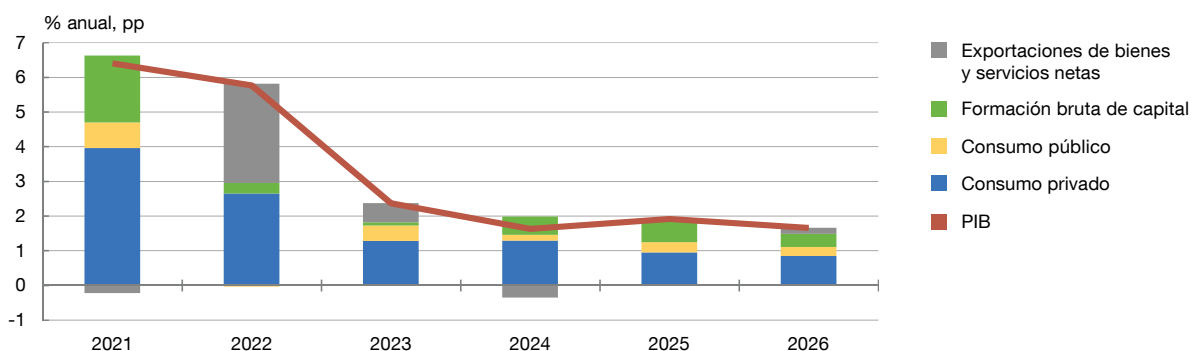
	2022	Proyecciones de diciembre de 2023				Proyecciones de septiembre de 2023		
		2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025
PIB	5,8	2,4	1,6	1,9	1,7	2,3	1,8	2,0
Consumo privado	4,7	2,2	2,3	1,7	1,5	0,7	2,2	2,0
Consumo público	-0,2	2,2	0,8	1,5	1,3	1,4	0,8	1,4
Formación bruta de capital fijo	2,4	1,8	2,7	2,7	1,8	3,1	3,4	2,4
Exportación de bienes y servicios	15,2	1,0	0,3	3,0	2,9	4,0	2,2	3,0
Importación de bienes y servicios	7,0	-0,4	1,3	3,0	2,7	1,5	3,2	3,0
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	1,8	2,0	1,8	1,5	1,2	2,1	1,9
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	2,9	0,6	-0,4	0,1	0,2	1,1	-0,3	0,1
PIB nominal	10,2	8,2	4,2	4,2	3,8	7,6	5,1	3,8
Deflactor del PIB	4,1	5,6	2,6	2,3	2,1	5,2	3,3	1,7
IAPC	8,3	3,4	3,3	2,0	1,9	3,6	4,3	1,8
IAPC sin energía ni alimentos	3,8	4,1	1,9	1,9	1,8	4,1	2,3	1,7
Empleo (horas)	3,9	1,9	1,3	1,1	0,9	1,3	1,5	1,3
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,9	12,1	11,7	11,4	11,3	12,0	11,5	11,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,5	3,4	2,9	3,0	3,0	5,0	4,1	3,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,7	-3,8	-3,4	-3,6	-3,6	-3,7	-3,4	-4,1
Deuda de las AAPP (% del PIB)	111,6	107,3	106,3	107,2	108,4	108,8	106,9	107,9

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2023.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de noviembre de 2023.

Gráfico 2

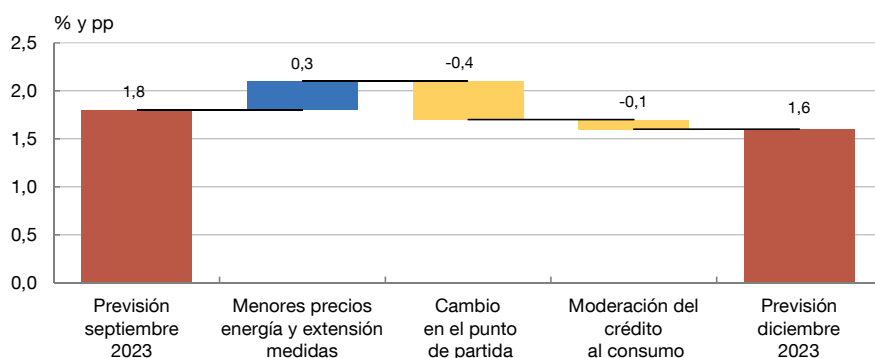
2.a Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Gráfico 3

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

la demanda exterior neta al crecimiento se recuperará a lo largo de los próximos trimestres —tras su acusada contribución negativa durante la primavera y el verano de 2023—, si bien no se espera que, en los próximos años, las exportaciones netas puedan impulsar el avance del PIB con la misma intensidad con la que lo han hecho en el conjunto de 2022 y, en menor medida, 2023. Esto se debe a que el dinamismo creciente que se proyecta para las exportaciones de bienes y de servicios no turísticos —en consonancia con una mejora paulatina del entorno exterior— se verá compensado por la recuperación de las importaciones —asociada, entre otros factores, al avance de la formación bruta de capital fijo, que tiene un elevado contenido importador (Prades y Villanueva, 2017)— y por la ralentización de las exportaciones de servicios turísticos —toda vez que estas ya han superado sus niveles previos a la pandemia—.

En comparación con las proyecciones de septiembre, el crecimiento del PIB se revisa ligeramente al alza en 2023 y a la baja en 2024 y 2025. El ejercicio de septiembre y el actual contemplan, esencialmente, el mismo grado de dinamismo de la actividad económica española en la segunda mitad de este año. Por tanto, la revisión al alza que se ha producido en la tasa de crecimiento del PIB en 2023 se debe, fundamentalmente, al efecto positivo que las revisiones estadísticas ya comentadas tuvieron sobre las tasas de avance del producto en el primer semestre de 2023 y el segundo de 2022. En cuanto a la previsión de crecimiento para 2024, esta se revisa a la baja en dos décimas debido a la confluencia de diversos factores que operan en direcciones opuestas. Por un lado, los precios más bajos de la energía en los mercados internacionales y la extensión de alguna de las medidas desplegadas por las autoridades para combatir los efectos del episodio inflacionista conllevan una menor inflación, lo que contribuye a un mayor avance de las rentas reales y, por tanto, a un mayor crecimiento del PIB en 2024 respecto a las anteriores proyecciones (véase gráfico 3). Por otro lado, como consecuencia de las revisiones estadísticas que el INE ha llevado a cabo en los últimos meses, el punto de partida del actual ejercicio de proyecciones implica niveles de PIB y de consumo en el tercer trimestre de 2023 sensiblemente mayores que los contemplados en septiembre y, asociado a ello, la existencia de un menor grado de holgura en la economía española, lo que limitaría la capacidad de expansión de la actividad

en un futuro. Además, aun teniendo en cuenta que el consumo de los hogares será el principal motor del crecimiento en 2024, la información que proporciona la *Consumer Expectations Survey* que realiza mensualmente el Banco Central Europeo apunta a un peor desempeño de este componente de la demanda en los próximos trimestres en comparación con lo contemplado en las proyecciones de septiembre. Esta moderación relativa del consumo vendría explicada, al menos en parte, por el **menor soporte que las familias esperan tener en un futuro del crédito al consumo**, en un contexto en el que en los últimos meses los hogares han percibido un cierto deterioro en su acceso a financiación externa.

Respecto al mercado laboral, el empleo moderará su dinamismo a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la evolución prevista de la actividad y con el supuesto de una cierta recuperación de la productividad. En particular, se espera una normalización en el ritmo de avance de la productividad por hora trabajada a lo largo del período 2023-2026, de forma que esta se situaría por encima de los crecimientos observados en los años más recientes, pero en línea con los registrados antes de la pandemia. Por su parte, la tasa de paro proseguirá su senda de reducción a lo largo del horizonte de proyección, si bien a un ritmo más lento que el registrado en los últimos años. A esta ralentización en la reducción de la tasa de paro contribuirán tanto la moderación en el ritmo de creación de empleo como el crecimiento previsto de la población activa, que vendrá impulsado por un elevado dinamismo de los flujos de inmigración. Como resultado de todo ello, se prevé una tasa de paro del 11,3 % en 2026, que estaría por debajo del promedio histórico observado en las últimas cuatro décadas (16,8 %), pero por encima del mínimo histórico alcanzado en 2007 (8,2 %).

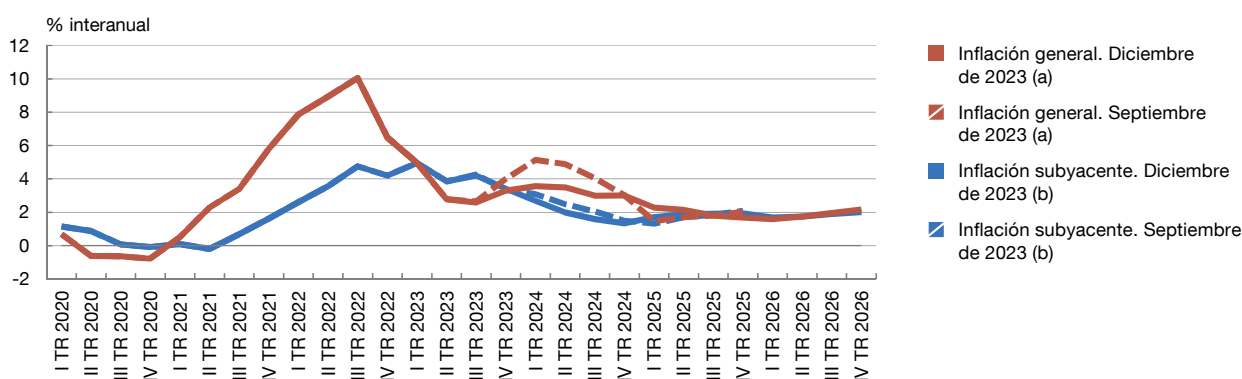
Evolución prevista para los precios y los costes

Tras el repunte que había venido registrando en los últimos meses, la inflación general descendió en noviembre. En particular, **la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en el 3,3 % en noviembre**, 2 décimas por debajo del registro de octubre, como resultado de la combinación de diversos factores. Por un lado, el repunte observado hasta principios de octubre en los precios de las materias primas energéticas se ha moderado con intensidad en las últimas semanas. Por otro lado, la inflación de los alimentos y la inflación subyacente han prolongado a lo largo de los últimos meses sus sendas descendentes, aunque se mantienen todavía en tasas elevadas.

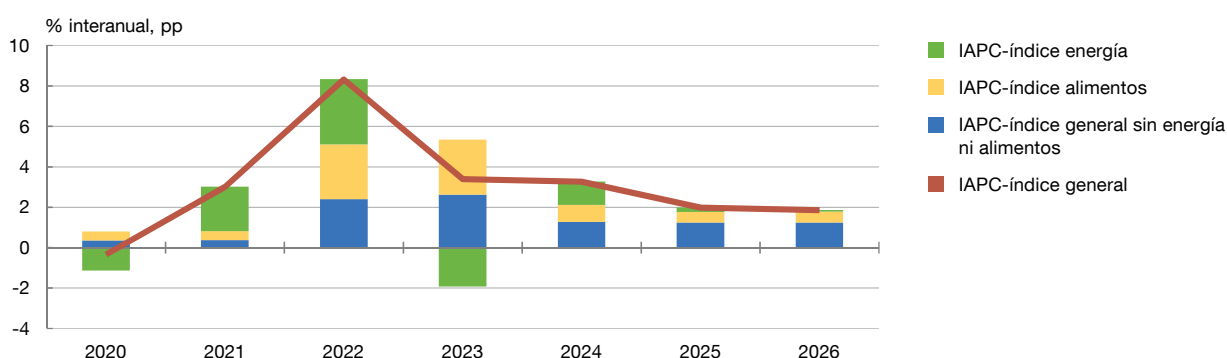
Se espera que la inflación general mantenga una senda ligeramente ascendente a comienzos de 2024 —aunque significativamente inferior a la prevista en septiembre— y que retome una senda descendente a partir de la segunda mitad del año (véase gráfico 4.a). Esta dinámica viene determinada, fundamentalmente, por la evolución prevista de los precios de la energía. Esta última, a su vez, es el resultado de dos factores principalmente. En primer lugar, de las cotizaciones de algunos insumos energéticos en los mercados de futuros, que apuntan a un leve repunte en los próximos meses, si bien, como ya se ha mencionado, los precios de la energía esperados para los próximos trimestres serían más bajos que los contemplados en septiembre. Y, en segundo lugar, del supuesto que subyace a estas proyecciones en cuanto a la

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.

expiración, a finales de 2023, de las principales medidas desplegadas por las autoridades en 2021 y 2022 para mitigar los efectos del repunte inflacionista⁵. De este modo, se prevé que el ritmo de variación del IAPC energético, que en el promedio de julio-noviembre de este año se ha situado en el -16 %, se elevará hasta una tasa en torno al 15 % a mediados de 2024, tasa que, no obstante, se encuentra 10 puntos porcentuales (pp) por debajo de la prevista en septiembre.

Los precios de los alimentos proseguirán su senda de moderación a lo largo del horizonte de proyección. El principal elemento que se encuentra detrás de la ralentización prevista en las presiones inflacionistas de los alimentos es la disminución esperada de los precios de las materias primas alimentarias, así como de ciertos insumos fundamentales para su producción, como la energía y los fertilizantes, que experimentaron un notable encarecimiento durante la mayor parte del año pasado. Por otro lado, el supuesto realizado en estas proyecciones de que

5 En particular, la reducción de tipos impositivos en la factura eléctrica (del 21 % al 5 % en el caso del IVA, y del 5,1 % al 0,5 % en el del impuesto especial sobre la electricidad), la disminución del tipo del IVA sobre el gas natural del 21 % al 5 % y la suspensión del impuesto sobre el valor de la producción de energía eléctrica.

la rebaja del IVA de los alimentos se extenderá hasta junio de 2024 —de acuerdo con el anuncio público hecho por el Gobierno— contribuirá, con respecto a las previsiones de septiembre, a una moderación adicional en el ritmo de variación de los precios de los alimentos en los primeros meses de 2024. En todo caso, la intensidad de la caída proyectada en la inflación de los alimentos se podría ver atemperada en los próximos trimestres por la posible aparición de condiciones climáticas adversas que afectaran negativamente a la producción de algunos bienes agrícolas en determinadas áreas geográficas.

Se prevé que la inflación subyacente seguirá disminuyendo, de manera relativamente gradual, a lo largo de 2024, para estabilizarse en el entorno del 2% durante el resto del horizonte de proyección (véase gráfico 4.a). Entre los factores que explicarían la moderación de la inflación subyacente en los próximos trimestres, cabe destacar el impacto paulatino del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda, el alivio de las presiones inflacionistas originadas por la reapertura de la economía tras la pandemia y la traslación progresiva de las reducciones de los precios de la energía a los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. Entre los componentes de la inflación subyacente, se espera que la desaceleración en los próximos trimestres sea más acusada para los bienes industriales no energéticos que para los servicios, en consonancia con la mayor demanda relativa que están experimentando estos últimos y, también, con el mayor peso que los costes laborales suponen en su estructura de costes.

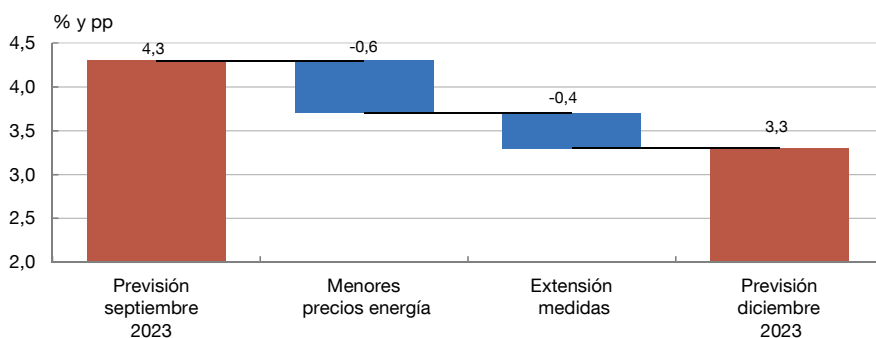
Respecto a los costes salariales y a los márgenes empresariales, las proyecciones contemplan que estos mantendrán, en los próximos años, un comportamiento relativamente contenido, según lo observado en los últimos meses. En particular, **se prevé que los salarios negociados evolucionarán en línea con el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva**, y registrarán incrementos anuales de alrededor del 3% en el período 2024-2026. En todo caso, la remuneración por asalariado mantendrá crecimientos algo superiores a los pactados en la negociación colectiva a lo largo del horizonte de proyección, fundamentalmente como consecuencia de los aumentos previstos en las cotizaciones sociales y, en menor medida, de una deriva salarial ligeramente positiva. Por su parte, **se prevé que los márgenes empresariales continuarán con la senda de moderación que comenzaron a principios de 2023** y que podrán acomodar los incrementos previstos en los costes laborales unitarios. En conjunto, en línea con los desarrollos observados hasta la fecha, se espera que no se produzcan efectos de segunda vuelta significativos vía salarios o márgenes empresariales que puedan desencadenar procesos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas.

Tomando todos estos desarrollos en consideración, la inflación general se situará en el 3,4% en el promedio de 2023 y se reducirá hasta el 3,3%, el 2% y el 1,9% en 2024, 2025 y 2026, respectivamente (véase gráfico 4.b). Por su parte, la inflación subyacente alcanzará un promedio anual del 4,1% en 2023, se reducirá hasta el 1,9% en 2024 —en un contexto de menor crecimiento económico— y se mantendrá en torno a estos registros en el bienio posterior.

En comparación con las anteriores, las proyecciones actuales incorporan una notable revisión a la baja en la inflación general de 2024 y una ligera revisión al alza en la de 2025.

Gráfico 5

5.a Cambios en la previsión de la inflación en 2024



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En concreto, la tasa media de la inflación general que se espera ahora para 2024 es 1 pp menor que la prevista en septiembre. Como se ha mencionado anteriormente, esta revisión responde, fundamentalmente, a los precios más bajos de la energía que los mercados de futuros anticipan ahora para los próximos trimestres y a los efectos de asumir que la reducción del IVA de los alimentos y la subvención al transporte público se prolongarán hasta junio y diciembre de 2024, respectivamente (véase gráfico 5). Por otra parte, el hecho de que estas últimas medidas se retiren finalmente en junio y diciembre de 2024 es el principal factor que se encuentra detrás de la revisión al alza —de 2 décimas— de la inflación general prevista para 2025.

Principales riesgos en torno a estas proyecciones

Los riesgos en torno a las proyecciones de crecimiento económico están orientados a la baja, mientras que, en el caso de las proyecciones de inflación, se consideran equilibrados.

Una eventual escalada de los conflictos bélicos que están teniendo lugar en la actualidad en la Franja de Gaza y en Ucrania constituye la principal fuente de riesgo sobre el actual ejercicio de proyecciones. Si este riesgo llegara a materializarse, probablemente ejercería un impacto negativo sobre el crecimiento económico, en la medida en que una mayor incertidumbre geopolítica conlleva un entorno más desfavorable para la toma de decisiones de gasto e inversión por parte de los agentes económicos y puede generar episodios de turbulencias en los mercados financieros. Además, la posible escalada de estos conflictos bélicos también podría dar lugar a nuevas perturbaciones de oferta negativas, que probablemente redundarían en una evolución de los precios de la energía más desfavorable que la contemplada en el escenario central de estas proyecciones, lo que presionaría a la baja el grado de dinamismo de la actividad y al alza las tasas de inflación.

Otra fuente de incertidumbre muy significativa sobre el escenario central de estas proyecciones tiene que ver con la magnitud de los efectos del endurecimiento de la política

monetaria sobre la actividad y los precios. En este sentido, el hecho de que, en los últimos meses, la actividad económica del área del euro haya mostrado una mayor debilidad de lo que se había esperado, al tiempo que las tasas de inflación se han reducido de forma ligeramente más acusada de lo anticipado, podría apuntar a una transmisión de la política monetaria a la actividad y a los precios algo más intensa que la prevista. No obstante, en un escenario tan complejo como el actual, en el que múltiples perturbaciones y políticas públicas están condicionando simultáneamente el devenir de la economía, la incertidumbre sobre el posible impacto causal que la conducción de la política monetaria estaría teniendo sobre los principales agregados macrofinancieros sigue siendo extraordinariamente elevada. Por ello, esta cuestión ha de ser objeto de un seguimiento analítico continuo a lo largo de los próximos meses.

Tampoco puede descartarse la posibilidad de que se observe un menor dinamismo en la actividad económica global, evento que podría estar vinculado con una desaceleración de la economía china más pronunciada que la contemplada en el escenario central de estas proyecciones. Tanto a escala global como a escala del área del euro, [Alonso, Santabárbara y Suárez-Varela \(2023\)](#) apuntan a que la materialización de este riesgo probablemente implicaría ligeras revisiones a la baja en el crecimiento del PIB y en el ritmo de avance de los precios.

En el ámbito nacional, existen dudas acerca de la retirada, a finales de 2023, de algunas de las medidas que las autoridades desplegaron para hacer frente a la crisis energética. Como ya se ha mencionado, las proyecciones actuales incorporan, en su escenario central, el supuesto de que se prorrogarán tanto la rebaja del IVA de los alimentos como las subvenciones al transporte público, y de que no se extenderán las medidas relacionadas con los precios de la energía, cuya expiración está prevista para diciembre de 2023. Una eventual prórroga de estas últimas medidas podría redundar, en 2024, en una mayor moderación de la inflación y en un mayor dinamismo de la actividad. No obstante, en ese hipotético escenario, a partir del momento en que estas medidas expirasen, se observarían efectos sobre la actividad y los precios de signo contrario. Además, otro riesgo relevante vinculado a una hipotética extensión de algunas de las medidas citadas anteriormente sería el que, en ausencia de actuaciones fiscales compensatorias, se derivaría de la persistencia de un déficit público estructural y una deuda pública elevados, especialmente en un contexto de mayores costes de financiación y de reactivación de las reglas fiscales europeas.

Existen, además, otros factores de riesgo de índole interna que podrían condicionar sensiblemente la evolución de la actividad y los precios. En primer lugar, en un contexto en el que las tasas de inflación continúan siendo relativamente elevadas, no puede descartarse por completo la posibilidad de que se produzcan efectos de segunda vuelta significativos vía salarios o márgenes empresariales que puedan desencadenar procesos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas. En segundo lugar, subsisten dudas en cuanto al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU y a su impacto sobre la actividad. Por último, aunque algunos de los indicadores más habituales para aproximar el grado de incertidumbre que existe en torno a las políticas económicas —como el EPU— no han mostrado repuntes apreciables en los últimos meses, la [última edición de la EBAE](#) apunta a que, por segundo trimestre consecutivo, se ha producido un aumento del porcentaje de empresas

españolas —hasta el 60 %, niveles próximos a los observados durante la crisis energética, aunque inferiores a los registrados durante la pandemia de COVID-19— que señalan la incertidumbre sobre las políticas económicas como un factor que condiciona su actividad. De mantenerse, estas dinámicas podrían llegar a incidir negativamente sobre la senda de crecimiento futuro de la economía española⁶.

6 Para más detalles sobre el impacto económico de la incertidumbre en España y su medición, véase, por ejemplo, Ghirelli, Gil, Pérez y Urtasun (2021).