



Capítulo 1

La resiliencia de la economía española en el contexto europeo

Índice

Ideas principales 49

1 Introducción 50

2 Contexto económico global y de la Unión Económica y Monetaria 53

3 La política monetaria del Banco Central Europeo y su traslación a las condiciones de financiación 60

4 La economía española 70

Bibliografía 95

Recuadros

- 1.1** Una cuantificación de los determinantes de las sorpresas en la previsión de crecimiento del PIB en 2023 97
- 1.2** La vulnerabilidad de los hogares y las empresas ante el endurecimiento de las condiciones de financiación 101



Capítulo 1

Ideas principales

- La senda de moderación de la inflación ha proseguido a escala global, impulsada especialmente por las caídas de los precios de la energía, mientras que la actividad económica mundial ha mantenido un cierto dinamismo.
- El aumento de los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo (BCE) ha elevado el coste de la nueva financiación de los hogares y las empresas en 2023, si bien este encarecimiento se fue ralentizando en la segunda mitad del año y ha tenido un impacto limitado sobre su vulnerabilidad, así como sobre la calidad crediticia de los balances bancarios.
- La economía española registró en 2023 un grado de dinamismo elevado —mayor que en el resto del área del euro y por encima de lo esperado a principios de año—, impulsado por la fortaleza tanto del consumo público y privado como de las exportaciones de servicios, frente a la debilidad de la inversión.
- La inflación general en España ha prolongado su senda de moderación iniciada en el tercer trimestre de 2022 —incluso con una mayor intensidad de lo esperado debido a las caídas no anticipadas en los precios de la energía—, mientras que la inflación subyacente y la remuneración por asalariado sorprendieron ligeramente al alza en el transcurso de 2023.
- De cara al futuro, se prevé que la economía española continúe registrando un notable grado de dinamismo y se prolongue la senda de moderación de la inflación.

1 Introducción

El comportamiento de la economía mundial se ha caracterizado, a lo largo de 2023 y en el tramo transcurrido de 2024, por la prolongación de la senda de desaceleración de la inflación. Por un lado, las caídas de los precios de las materias primas energéticas —más acusadas de lo inicialmente previsto— y la resolución gradual de los cuellos de botella en el comercio internacional tras la pandemia han contribuido a la moderación de los precios. Por otro lado, el endurecimiento de la política monetaria global y su mantenimiento en territorio restrictivo, así como su traslación a las condiciones de financiación, también han contribuido al alivio de las presiones inflacionistas.

En este contexto, si bien la actividad económica experimentó una leve ralentización a nivel global en el conjunto de 2023, lo cierto es que mantuvo un mayor dinamismo del esperado inicialmente, en parte como consecuencia del considerable vigor que mostraron los mercados de trabajo en la mayor parte de las economías mundiales y, en algunas regiones, del apoyo proporcionado por la política fiscal. No obstante, la heterogeneidad por áreas geográficas fue significativa, contrastando, por ejemplo, la aceleración registrada en Estados Unidos y China con la acusada desaceleración experimentada en el área del euro, que mostró una notable debilidad —más acusada de lo esperado a principios del año—. Entre las economías europeas, destacó especialmente la atonía de la economía alemana, que incluso experimentó una ligera contracción.

De cara a 2024, se espera que el dinamismo de la actividad económica global permanezca en niveles similares a los actuales, con tasas de crecimiento relativamente moderadas en términos históricos y una cierta heterogeneidad por áreas geográficas. Así, se prevé una ligera desaceleración del crecimiento en China y otras economías emergentes, frente a una leve aceleración en el caso de Estados Unidos y el área del euro, si bien esta última continúa siendo una de las regiones donde la debilidad de la actividad económica es más acusada. Asimismo, con respecto a la inflación, se espera una continuación de la senda de moderación a nivel mundial, que sería no obstante algo menos intensa que en los últimos trimestres. De acuerdo con estas perspectivas económicas a escala global, el endurecimiento acumulado de la política monetaria habría contribuido a contener las presiones inflacionistas, a la par que seguiría teniendo un coste relativamente limitado en lo que se refiere a reducir el dinamismo de la actividad y del mercado laboral. En este escenario, los mercados financieros internacionales descuentan que los bancos centrales de las principales economías avanzadas —incluyendo el Banco Central Europeo (BCE)— no tardarán en reducir sus tipos de interés oficiales tras mantenerlos inalterados desde el segundo semestre de 2023¹.

1 En este contexto, conviene singularizar el caso del Banco de Japón, que, en su reunión de marzo, [endureció el tono de su política monetaria](#) mediante decisiones como la subida de sus tipos de interés —primera desde 2007—, hasta situarlos en terreno ligeramente positivo —por primera vez desde 2016—, y el abandono de su estrategia de control sobre la curva de tipos dirigida a mantener en niveles bajos las tasas de interés a largo plazo. Estas decisiones se produjeron en un entorno en el que el repunte de los precios registrado en los últimos años habría contribuido a que, de acuerdo con su [Informe de Proyecciones](#) de enero de 2024, el objetivo de estabilidad de precios del 2 % se lograra de manera sostenible y estable hacia el final del período de proyección.

En el caso de la economía española, la actividad ha venido mostrando una resiliencia notable en los últimos trimestres, pese al endurecimiento de las condiciones de financiación y la atonía de la actividad en el área del euro. En particular, la desaceleración registrada en el ritmo de avance del PIB en el conjunto de 2023 fue menor que la contemplada en las previsiones disponibles a principios de año (véase recuadro 1.1). Además, el crecimiento del PIB fue significativamente más vigoroso que el correspondiente al conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), debido, al menos en parte, a que el nivel de PIB se encontraba más alejado de sus niveles previos a la pandemia a finales de 2022 y a que el impacto de la crisis energética —vinculada a la invasión rusa de Ucrania— sobre la economía española habría sido menos intenso que en el caso de otras economías europeas. De este modo, a finales de 2023 el PIB se situó en torno a un 3 % por encima del registrado a finales de 2019, tanto en España como en la UEM, pese a la mayor contracción experimentada durante la pandemia en el caso de la economía española. No obstante, en términos per cápita, el PIB se situaba en España un 0,3 % por encima de su nivel de finales de 2019 —en un contexto de elevados flujos de inmigración registrados en los dos últimos años—, por debajo de lo observado en el conjunto de la UEM, donde se encontraba un 2 % por encima de su nivel previo a la pandemia.

El elevado dinamismo del consumo público y del gasto de los hogares, junto con el buen desempeño de las exportaciones netas, habrían constituido los principales soportes de la actividad en España, mientras que la inversión de las empresas viene experimentando una notable debilidad. Por un lado, las decisiones de gasto de los hogares se estarían apoyando en la fortaleza del empleo², que, unida a la desaceleración de la inflación, favoreció el avance de la renta real, en un entorno de crecimiento de la población y recurso al crédito para consumo. Por otro lado, pese a la ralentización de nuestros principales mercados de exportación, la contribución de las exportaciones netas al avance del PIB fue positiva en 2023, debido al elevado dinamismo de las llegadas de turistas internacionales en un contexto de acusada debilidad de las importaciones. Por último, los aumentos percibidos en los niveles de incertidumbre por parte de las empresas y el endurecimiento de las condiciones de financiación habrían incidido negativamente sobre sus decisiones de inversión, pese al incremento de sus excedentes. En cualquier caso, el avance de las rentas de los hogares y de los excedentes empresariales habrían mitigado el aumento de la vulnerabilidad de los hogares y las empresas asociado a las subidas acumuladas en los tipos de interés desde 2021, en un escenario en el que el sector privado no financiero ha prolongado su senda de desendeudamiento (véase recuadro 1.2). Asimismo, el desapalancamiento del sector privado y el incremento del superávit por cuenta corriente en 2023 han propiciado una notable reducción del saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) de España frente al resto del mundo. Sin embargo, el déficit estructural de las Administraciones Públicas (AAPP) se mantendría aún por encima del registrado en 2019, en un contexto de deuda pública aún elevada —107,7 % del PIB a cierre de 2023—.

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento de la economía española se mantienen relativamente favorables a lo largo del horizonte 2024-2026³. Por un lado, la disipación gradual

² Para más detalles sobre la evolución reciente del mercado laboral en España y sus retos futuros, véase el capítulo 3 de este Informe.

³ Véase Banco de España (2024d).

del impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad contribuirá a la reactivación paulatina de la economía europea como factor dinamizante de la demanda externa y el crecimiento de la economía española. Por otro lado, la moderación de la inflación y la consiguiente recuperación de las rentas reales de los agentes, unidas al impulso fiscal proveniente del programa *Next Generation EU* (NGEU), actuarán como factores de soporte de la demanda interna.

De cualquier manera, la ausencia de convergencia hacia el nivel de renta per cápita del conjunto del área del euro que muestra la economía española pone de manifiesto la necesidad de abordar una serie de retos estructurales vinculados a las deficiencias que esta ha venido presentando persistentemente en los últimos años. Entre ellas, cabe destacar el escaso dinamismo de la productividad y los elevados niveles de deuda y déficit públicos (véase el capítulo 2 de este Informe), la elevada tasa de desempleo estructural en un contexto de desafíos significativos para el mercado laboral asociados al envejecimiento de la población y a la transición digital (véase el capítulo 3) y las dificultades crecientes de acceso a la vivienda por parte de los hogares (véase el capítulo 4).

2 Contexto económico global y de la Unión Económica y Monetaria

En el transcurso de 2023, la evolución de la economía mundial estuvo condicionada por la caída de los precios de las materias primas energéticas y por el desvanecimiento de las perturbaciones de oferta adversas registradas en años precedentes.

- La senda de desaceleración de los precios de las materias primas contribuyó de forma significativa al proceso desinflacionista a lo largo de 2023. En lo que respecta a las materias primas energéticas, el precio del petróleo (brent) se redujo desde un máximo de 120 dólares/barril en junio de 2022 a unos 80 dólares/barril a finales de 2022, para posteriormente oscilar en torno a ese nivel en el curso de 2023, en línea con lo esperado por los futuros a principios de año⁴. En el caso del gas natural, el elevado nivel de inventarios en la Unión Europea (UE), junto con un incremento del suministro procedente de países alternativos a Rusia, contribuyeron a una caída del precio desde 75 euros/MWh en enero de 2023 hasta 28 euros/MWh a finales de año, reducción significativamente más acusada de lo anticipado en los mercados de futuros a principios de año (véase gráfico 1.1.a). En cuanto a las materias primas agrícolas, sus precios también cayeron con una intensidad levemente más acusada de lo inicialmente cotizado en los mercados de futuros.
- A lo largo de 2023, la progresiva relajación de los cuellos de botella de las cadenas globales de valor favoreció, junto con la reducción de los precios de la energía, una notable desaceleración de los precios de los bienes industriales. Este alivio en el tensionamiento de las cadenas de suministros y de los precios industriales estuvo también apoyado por la moderación de la demanda de este tipo de bienes, en un contexto en el que la cesta de consumo de los hogares continuó reorientándose hacia los servicios. No obstante, desde mediados de diciembre de 2023, las tensiones originadas en Oriente Medio por la guerra en Gaza han provocado un nuevo episodio de disrupciones en el flujo internacional de comercio a través del mar Rojo, ocasionando un incremento de los plazos y costes del transporte marítimo. Hasta el momento, estas disrupciones han tenido un impacto relativamente limitado sobre los cuellos de botella de las cadenas de suministros, de acuerdo con el índice elaborado por el Banco de España, que se mantiene por debajo de los máximos registrados durante la pandemia (véase gráfico 1.1.b)⁵.

La actividad económica también se vio afectada por el endurecimiento de la política monetaria de las principales economías avanzadas en el transcurso de 2022 y 2023.

- En un contexto de desaceleración de la inflación a nivel global —como se analiza más adelante—, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas siguieron endureciendo sus políticas monetarias durante 2023, hasta pausar las subidas de tipos de

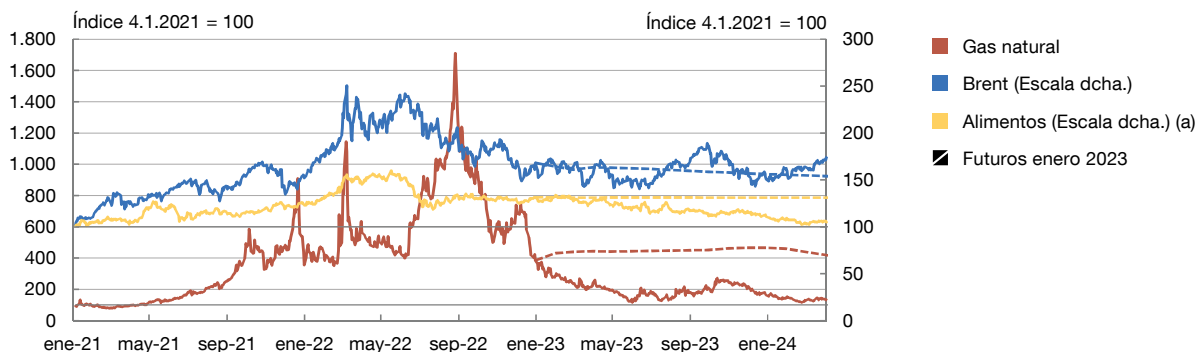
⁴ Para más detalles sobre los factores que explican la evolución de los precios del petróleo a lo largo de 2023, véase Alonso (2024).

⁵ Para un análisis del impacto de la crisis del mar Rojo sobre los cuellos de botella, véase Viani (2024). Para más detalles acerca del indicador de cuellos de botella, véase Burriel, Kataryniuk, Moreno y Viani (2024).

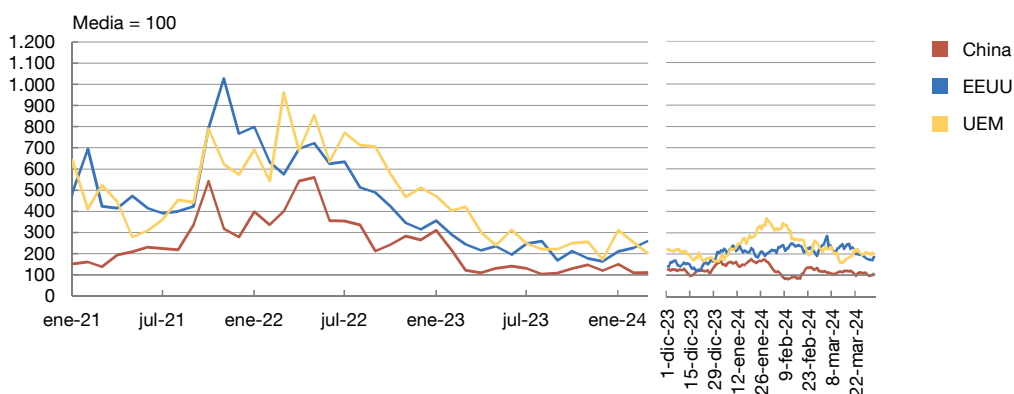
Gráfico 1.1

La actividad económica global estuvo condicionada por la caída de los precios energéticos, la normalización de los cuellos de botella y el endurecimiento de la política monetaria

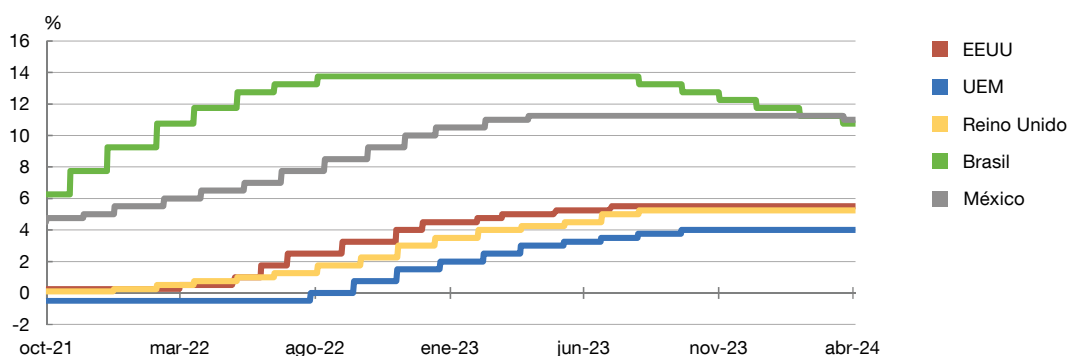
1.1.a Precios de gas, petróleo y alimentos



1.1.b Índice de cuellos de botella en los suministros: crisis del mar Rojo (b)



1.1.c Tipos de interés oficiales



FUENTES: Banco de España (basado en Burriel, Kataryniuk, Moreno y Viani, 2024), estadísticas nacionales y Refinitiv.

a Bloomberg Agriculture Spot Index.

b El índice de cuellos de botella mide la proporción de noticias en los periódicos que reportan problemas de suministros y tiene media 100 hasta diciembre de 2021 (Burriel, Kataryniuk, Moreno y Viani, 2024). El índice relativo a la UEM se calcula como el promedio de los índices nacionales de Alemania, Francia, Italia y España.



interés en el segundo semestre del año. En particular, entre enero y septiembre de 2023, el BCE elevó el tipo de interés de la facilidad de depósito en 200 puntos básicos (pb) hasta el 4 %, la Reserva Federal aumentó el tipo de interés oficial en 100 pb hasta el rango 5,25 %-5,50 % y el Banco de Inglaterra lo elevó en 175 pb, hasta el 5,25 % (véase gráfico 1.1.c). Desde entonces, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han mantenido los tipos de interés oficiales inalterados⁶, si bien los mercados financieros internacionales descuentan que iniciarán la senda de bajadas a lo largo de 2024⁷.

- En el caso de las economías emergentes, que, en términos generales, comenzaron antes el proceso de endurecimiento de la política monetaria y en las que este fue más intenso, los avances en el proceso desinflacionario permitieron iniciar también antes las reducciones de los tipos de interés oficiales. Así, por ejemplo, algunos bancos centrales de América Latina y de Europa del Este redujeron sus tipos de interés oficiales en el segundo semestre de 2023.

La actividad económica mundial se desaceleró ligeramente en el transcurso de 2023, aunque mantuvo un dinamismo mayor del inicialmente esperado y mostró una notable heterogeneidad entre áreas geográficas, destacando la atonía que caracterizó el crecimiento económico en la UEM.

- La economía mundial creció un 3,2 % en 2023, de acuerdo con las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) de abril de 2024, por debajo del 3,5 % registrado en 2022. Esta leve desaceleración de la actividad económica mundial mostró una significativa heterogeneidad por áreas geográficas, contrastando la aceleración registrada en Estados Unidos y en China con la acusada desaceleración observada en Reino Unido y el área del euro (véase gráfico 1.2.a).
- En el área del euro, el avance del PIB se desaceleró de forma considerable, al reducirse su tasa de crecimiento del 3,4 % en 2022 al 0,4 % en 2023, significativamente por debajo de lo previsto a principios de año. La acusada debilidad experimentada en el conjunto de la UEM enmascara una notable heterogeneidad entre países. Por un lado, la debilidad fue especialmente acusada en los del centro y norte de Europa, con retrocesos del PIB en países como Austria, Finlandia y Alemania, entre los que destaca particularmente este último, dado su elevado peso en el conjunto de la UEM. Por otro lado, otras grandes economías como Francia e Italia registraron sendas desaceleraciones hasta registrar tasas de crecimiento ligeramente inferiores al 1 % en 2023. Finalmente, algunos países del sur de Europa, como España, Grecia y Portugal, experimentaron ritmos de crecimiento más elevados, en el entorno del 2 %, si bien fueron también inferiores a los del año anterior.
- Esta heterogeneidad en los ritmos de desaceleración dentro de la UEM puede explicarse, al menos en parte, por el impacto diferencial de las consecuencias derivadas de la guerra en Ucrania. En particular, pese a que el encarecimiento de la energía habría tenido un

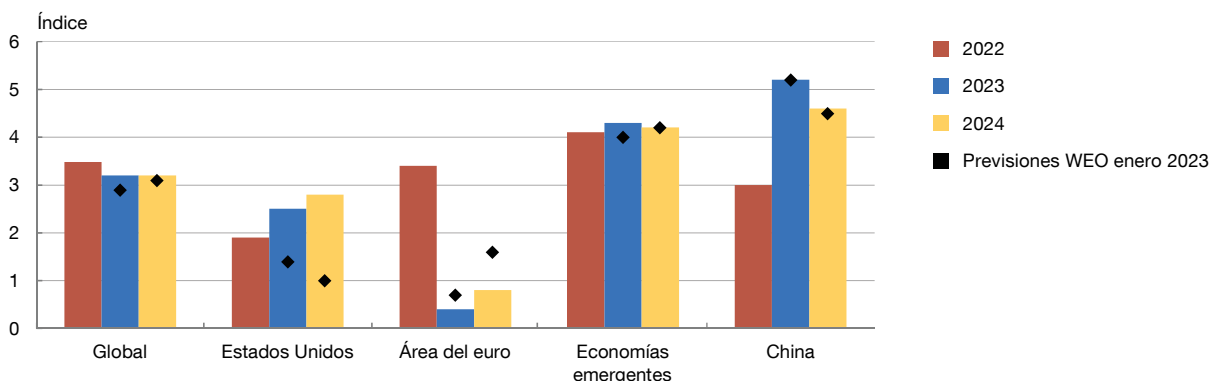
⁶ Cabe destacar la excepción del Banco de Japón, que, en su reunión de marzo, elevó moderadamente sus tipos de interés por primera vez desde 2007, hasta situarlos en terreno ligeramente positivo por primera vez desde 2016.

⁷ En este contexto, si bien el euro se apreció levemente frente al dólar en el conjunto de 2023, las posibles divergencias en el proceso de reducción de los tipos de interés podrían condicionar la evolución de los tipos de cambio a lo largo de 2024.

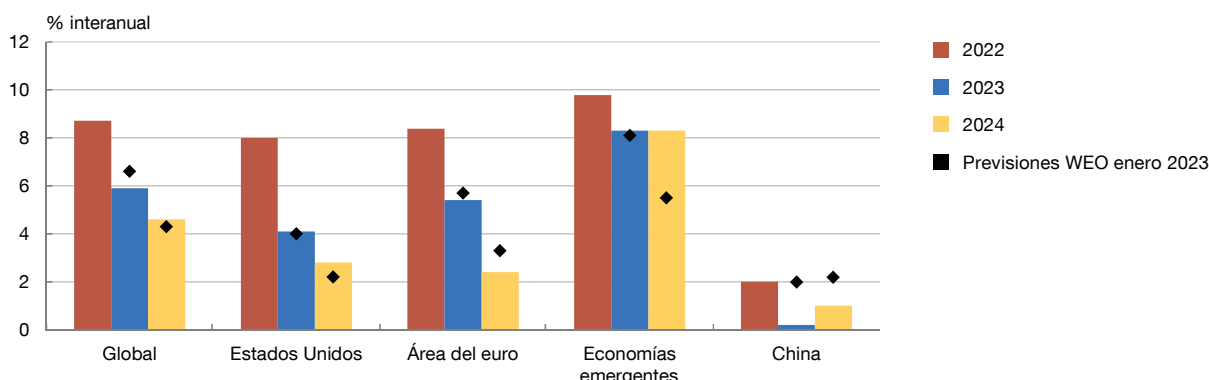
Gráfico 1.2

La actividad económica mundial se desaceleró ligeramente en 2023, aunque mostró una notable heterogeneidad entre áreas, al tiempo que la inflación general sigue cayendo

1.2.a Previsiones de crecimiento del PIB del World Economic Outlook (WEO) de abril de 2024 (a)



1.2.b Previsiones de inflación del WEO de abril de 2024 (a) (b)



FUENTES: FMI (WEO de enero de 2023, abril de 2023 y abril de 2024) y estadísticas nacionales.

a Dato final para 2022 y previsión para el resto.

b Las previsiones de China son las referentes al WEO de abril de 2023 y abril de 2024.



impacto negativo sobre el dinamismo de la actividad en todas las economías, este habría sido más acusado en aquellas economías más dependientes de las materias primas procedentes de Rusia y en cuya estructura productiva tienen un mayor peso las industrias intensivas en el uso de energía, como es el caso de Alemania. Otros factores explicativos de la desaceleración de la actividad económica en el conjunto de la UEM serían el impacto del endurecimiento acumulado de la política monetaria y su transmisión a la economía real, así como el deterioro de la confianza.

- En Estados Unidos se produjo una aceleración de la actividad y se registró un crecimiento del PIB del 2,5 % en 2023, por encima del 1,9 % de 2022 y de lo previsto a principios de año. Esto se debió, principalmente, al dinamismo de la demanda interna —tanto en lo que se refiere al consumo privado como a la inversión—, explicado, a su vez, por la resiliencia

del mercado laboral, por el tono expansivo de la política fiscal y por un mayor uso de los colchones de ahorro generados durante la pandemia⁸.

- En el caso de otras economías desarrolladas, la evolución fue también dispar. Por un lado, en Reino Unido el crecimiento del PIB se moderó desde el 4,3 % en 2022 hasta el 0,1 % en 2023, debido, entre otros factores, a los efectos de la elevada inflación y el tono restrictivo de la política monetaria para atajarla. Por otro lado, en Japón la actividad se aceleró desde el 1 % registrado en 2022 hasta el 1,9 % en 2023, en un entorno con un tono más expansivo de las políticas económicas.
- En cuanto a las economías emergentes, cabe destacar la aceleración registrada en el caso de China, cuyo PIB creció un 5,2 % en el conjunto de 2023 —por encima de lo esperado—, frente al 3 % de 2022. En cualquier caso, tras el repunte del crecimiento a principios de año propiciado por la reapertura de la economía china, la actividad se desaceleró sustancialmente en el segundo trimestre —como consecuencia principalmente de la crisis del sector inmobiliario⁹— y se estabilizó en el segundo semestre, gracias al apoyo de las políticas económicas y al dinamismo del consumo. Además, los riesgos asociados a la evolución del mercado inmobiliario siguen siendo relevantes, como apunta la liquidación a finales de enero de este año del promotor inmobiliario Evergrande, si bien no se han observado, por el momento, episodios de contagio a otras entidades.
- Por su parte, en América Latina se observó una desaceleración de la actividad (con un crecimiento del 2,5 % en 2023, frente al 4,2 % en 2022), aunque menor que la esperada a principios de año. En particular, el relativamente elevado dinamismo de las dos principales economías de la región, Brasil y México —por encima de lo esperado a comienzos de año—, contrastó con un crecimiento más débil de lo previsto en el resto de la zona¹⁰.

De cara al futuro, las previsiones disponibles contemplan una cierta estabilización del crecimiento económico mundial, aunque con una notable heterogeneidad por áreas geográficas.

- En los primeros meses de 2024, los indicadores apuntan a una estabilización de los ritmos de avance de la actividad económica a escala global, si bien se mantienen disparidades significativas entre regiones, tanto en lo relativo a la evolución reciente como a las perspectivas a futuro de acuerdo con las últimas previsiones disponibles.
- En el área del euro, según el ejercicio de proyecciones del BCE publicado en marzo de este año, se prevé un ligero repunte del PIB en 2024, debido al aumento de la renta disponible real —en un contexto de crecimientos salariales y moderación de la inflación—. Por el contrario, se prevé que la inversión se contraiga en 2024, como consecuencia del impacto negativo de las condiciones financieras restrictivas, aunque las expectativas de relajación

⁸ Para un análisis comparativo del uso de los colchones de ahorro, véase, por ejemplo, De Soyres, Moore y Ortiz (2023).

⁹ Véanse Banco de España (2023c) y Alonso, Santabárbara y Suárez-Varela (2023).

¹⁰ Véase Banco de España (2024a).

gradual de las mismas y el impulso asociado al despliegue de los proyectos financiados con fondos NGEU sustentarán su posterior recuperación.

- En Estados Unidos, de acuerdo con las previsiones del FMI publicadas en abril de este año, se espera una leve aceleración de la tasa de crecimiento del PIB en el conjunto de 2024 hasta el 2,7 % —frente al 2,5 % registrado en 2023—, debido a la resiliencia de la demanda interna y al efecto arrastre del dinamismo registrado en el tramo final de 2023, y a pesar de los efectos acumulados de la política monetaria restrictiva y de una política fiscal menos expansiva.
- En cuanto a las economías emergentes, según las últimas previsiones del FMI, cabe destacar la ralentización prevista en el caso de la economía china, mientras que en América Latina se espera una cierta estabilización en el grado de dinamismo de la actividad, con tasas de crecimiento similares a las registradas en 2023 —con la excepción de Argentina, que registraría un descenso—.

Las tasas de inflación general han seguido una trayectoria descendente a escala global, si bien la inflación subyacente ha mostrado un descenso más gradual.

- A lo largo del año 2023, las tasas de inflación general se moderaron de forma generalizada a nivel global, pasando de un promedio mundial del 8,9 % en septiembre de 2022 hasta un 4,2 % en diciembre de 2023. Las tasas de inflación subyacente también se moderaron a escala global al caer desde el 6,7 % en octubre de 2022 hasta el 4,8 % en diciembre de 2023, aunque mostraron una mayor resistencia a la baja y el descenso fue más gradual (véase gráfico 1.2.b).
- A pesar de la fuerte desaceleración de la inflación, esta permaneció en niveles elevados en las diferentes áreas geográficas. En el área del euro, la tasa de inflación general pasó de un máximo del 10,6 % en octubre de 2022 al 2,9 % en diciembre de 2023, mientras que la tasa subyacente se moderó del 5,7 % en marzo de 2023 al 3,4 % en diciembre¹¹. En Estados Unidos, la inflación general disminuyó desde el máximo del 9,1 % en junio de 2022 hasta el 3,4 % en diciembre de 2023, y la subyacente se redujo del 6,6 % en septiembre de 2022 al 3,9 % en diciembre de 2023. En América Latina, la tasa de inflación promedio se redujo del 10,2 % en junio de 2022 al 5 % en diciembre de 2023, si bien la inflación subyacente registró una mayor resistencia a la baja. En cambio, en China, la inflación se mantuvo mucho más reducida que en otras áreas y fue disminuyendo a lo largo del año, hasta situarse en el -0,3 % en diciembre de 2023, debido, sobre todo, al descenso de los precios de los alimentos.
- Además de la moderación de los precios de la energía y, en menor medida, del impacto del endurecimiento de la política monetaria, otros factores contribuyeron a reducir las tasas de

11 Por países, el descenso de la inflación general fue especialmente acusado en Italia, Bélgica o Países Bajos, con tasas inferiores al 1 % en diciembre de 2023, y más moderado en otros, como Francia, donde superaba el 4 % al final del año.

inflación de forma generalizada a nivel global. En concreto, cabe destacar los efectos base que se produjeron en 2023 tras los fuertes incrementos de precios en 2022 y, en algunas regiones como el área del euro, las medidas fiscales aprobadas para contener la inflación, si bien el carácter transitorio de ambos fenómenos contribuirá a una reducción más lenta de la inflación en el futuro, como se anticipa en las proyecciones.

- Los primeros datos de inflación de 2024 se han caracterizado, en términos generales, por sorpresas a la baja en el componente energético —aunque de menor magnitud que las registradas a principios de 2023— y por cierta resistencia a la baja por parte de la inflación de los servicios.
- De cara al futuro, se espera una continuación de la senda de moderación de la inflación en todas las áreas geográficas, que sería no obstante algo menos intensa que en los últimos trimestres. En cualquier caso, tanto en el área del euro —de acuerdo con las previsiones del BCE de marzo— como en Estados Unidos —según las proyecciones de la Reserva Federal— se prevé que la inflación general alcance el nivel objetivo del 2 % en torno a la segunda mitad de 2025 y se mantenga alrededor de esta cifra en 2026.

3 La política monetaria del Banco Central Europeo y su traslación a las condiciones de financiación

El BCE aumentó los tipos de interés oficiales en el transcurso de 2023 —en el caso del tipo de la facilidad de depósito, hasta el 4 % en septiembre— y los ha mantenido sin cambios desde entonces.

- En un contexto en el que las expectativas de inflación se iban ajustando hacia el objetivo del 2 % a medio plazo, el BCE fue ralentizando el ritmo de subidas de sus tipos de interés, en línea con su enfoque dependiente de los datos. En concreto, tras el aumento acumulado de 250 pb en los tipos de interés durante 2022, el BCE realizó dos subidas más de 50 pb en sus reuniones de febrero y marzo de 2023 y continuó con incrementos más moderados, de 25 pb, en las siguientes cuatro reuniones (véase gráfico 1.3).
- Desde septiembre de 2023, el BCE ha mantenido los tipos de interés oficiales inalterados, al considerar que se habían alcanzado niveles que, mantenidos durante un período lo suficientemente largo, contribuirían al retorno de la inflación a su objetivo del 2 % a medio plazo.
- Más recientemente, en su reunión de abril, el Consejo de Gobierno (CG) indicó que sería apropiado reducir el nivel de restricción de la política monetaria si su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria refuerza su confianza en que la inflación está convergiendo hacia el objetivo de forma sostenida. En cualquier caso, las decisiones futuras dependerán de los datos y el BCE no se comprometerá de antemano con una senda concreta de tipos.

Adicionalmente, el BCE continuó con la normalización del tamaño del balance del Eurosistema a lo largo de 2023.

- Por un lado, el balance¹² continuó reduciéndose a través de los reembolsos de los fondos de la tercera serie de las operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico, de modo que el saldo de estas operaciones ha caído en 2,1 billones de euros desde el pico alcanzado a finales de 2021.
- Por otro lado, el BCE también ha comenzado a reducir la cartera del Programa de Compras de Activos (APP, por sus siglas en inglés). En particular, a partir de marzo de 2023 el BCE dejó de reinvertir íntegramente el principal de los activos a un ritmo de reducción de 15 mm de euros mensuales¹³ y puso fin a las reinversiones en julio. En

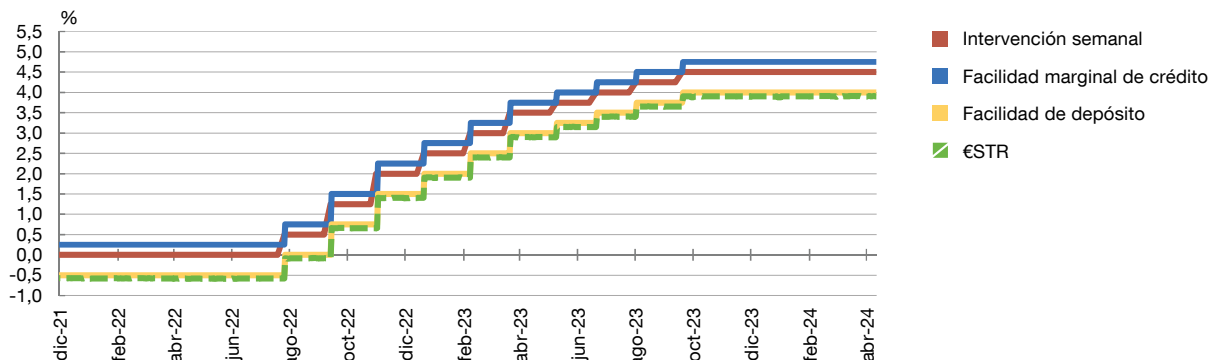
12 Para una explicación más detallada sobre qué es el balance de un banco central y cuáles son las implicaciones de su reducción, véase Nuño (2024).

13 En concreto, las tenencias de valores adquiridos bajo el APP se redujeron en 15 mm de euros por mes hasta julio de 2023.

Gráfico 1.3

En el transcurso de 2023, el BCE fue ralentizando el ritmo de subidas de los tipos de interés oficiales, hasta alcanzar el 4% en septiembre, nivel que se mantiene desde entonces

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



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Última observación: 11 de abril de 2024.

total, la cartera del APP se ha reducido en más de 248 mm de euros desde marzo de 2023. Más recientemente, en diciembre de 2023, el CG anunció que también comenzaría a reducir la cartera del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en la segunda mitad de 2024¹⁴.

- Por último, el 13 de marzo, el CG anunció el resultado de la revisión del marco operativo del BCE¹⁵. Bajo el nuevo marco, el CG continuará guiando la orientación de su política monetaria a través de cambios en el tipo de interés de la facilidad de depósito (DFR, por sus siglas en inglés)¹⁶. No obstante, el diferencial de este tipo de interés con respecto al de las operaciones principales de financiación (MRO, por sus siglas en inglés) se reducirá de 50 pb a 15 pb a partir del 18 de septiembre con el objetivo de limitar la volatilidad de los tipos de interés de mercado. Además, el Eurosistema reducirá su huella en el mercado proporcionando liquidez al sistema a través de una variedad de instrumentos en función de la demanda de reservas por parte de las entidades de crédito¹⁷. En cualquier caso, el CG permanecerá vigilante

14 La cartera del PEPP comenzará a reducirse a un ritmo promedio mensual de 7.500 millones de euros en julio de 2024, manteniendo la fecha del fin de las reinversiones en línea con lo previamente anunciado: finales de 2024.

15 El marco operativo del BCE guía los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo hacia los niveles deseados por el CG. Para más información sobre los cambios anunciados en el marco operativo del BCE, véase Banco Central Europeo (2024).

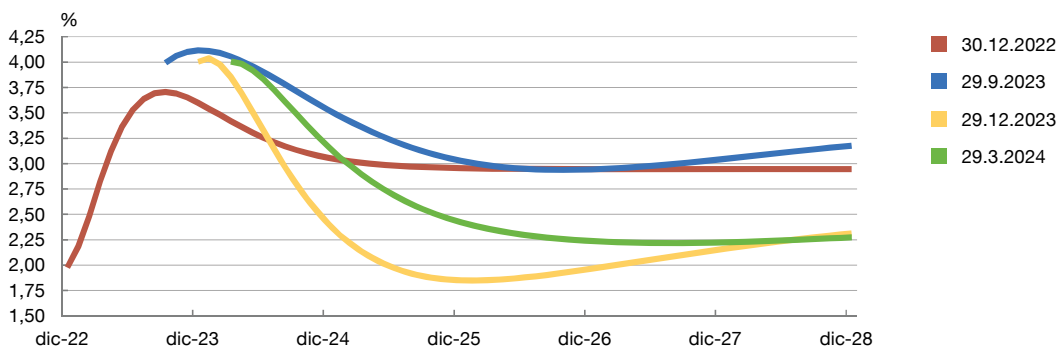
16 Aunque en los medios de comunicación suele destacarse el tipo de interés de las MRO, en los últimos años el DFR es el tipo de interés del BCE al que están más estrechamente ligados los tipos de interés en el mercado interbancario y, por tanto, en el mercado de crédito para consumidores y empresas. Para más detalle, véase Martínez-Martín (2023).

17 En particular, se combinarán operaciones de financiación a corto plazo con operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses y, más adelante, se añadirán operaciones estructurales de financiación a plazo más largo y con una nueva cartera estructural de valores (en la que incorporará consideraciones de cambio climático, en línea con el objetivo secundario del BCE de apoyar las políticas económicas generales de la UE).

Gráfico 1.4

En el último trimestre de 2023 se produjo un cambio de expectativas en los mercados financieros, que contemplan un adelanto del momento de las primeras bajadas de los tipos de interés oficiales

1.4.a Forwards instantáneos ajustados del OIS €STR (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

a Forwards instantáneos que se derivan de estimar la curva de tipos de interés con los datos de mercado de los OIS €STR a distintos plazos, utilizando el modelo paramétrico de Svensson (1994) y añadiéndole el diferencial entre el tipo de la facilidad de depósito y el €STR en la fecha de estimación.

durante la transición a un sistema de reservas menos abundantes y revisará los parámetros de su marco operativo en 2026, o antes si fuera necesario.

Los tipos de interés interbancarios continuaron registrando incrementos en 2023 que fueron moderándose en el último trimestre, conforme se consolidaba el cambio en las expectativas de política monetaria, pero repuntaron moderadamente en 2024 y se situaron en niveles inferiores a los máximos de 2023.

- En el último trimestre de 2023 tuvo lugar un cambio de expectativas en los mercados financieros, que pasaron a contemplar un adelanto del momento de las primeras bajadas de los tipos de interés oficiales y unos niveles más bajos de cara a los próximos años (véase gráfico 1.4). No obstante, a principios de 2024 se produjo una corrección al alza, si bien los niveles se sitúan por debajo de los máximos de 2023. Por su parte, el aumento de la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés¹⁸ observado en el último trimestre de 2023 se ha corregido en los primeros meses de 2024 y se ha situado muy por debajo de los niveles históricamente elevados de finales de 2022.
- En línea con la evolución de las expectativas de los tipos de mercado a lo largo de 2023, el euríbor a tres meses, que generalmente sirve de referencia en la financiación concedida a las empresas a corto plazo o a tipo de interés variable, se incrementó en 187 pb desde finales de 2022 hasta mediados de octubre de 2023 y, desde entonces, se ha reducido ligeramente, en 11 pb, hasta el 3,9 % a finales de marzo de 2024.

¹⁸ Medida a partir de la volatilidad de opciones con vencimiento a tres meses que tienen como activo subyacente permutas de tipo de interés a un año y cuyo componente variable es el euríbor a tres meses.

- Por su parte, el euríbor a doce meses, la principal referencia para las hipotecas a tipo de interés variable, aumentó en 94 pb desde finales de 2022 hasta finales de septiembre de 2023. Sin embargo, desde entonces ha experimentado un descenso de 56 pb, hasta situarse en el 3,7 % a finales de marzo de 2024.
- El tipo *swap* a diez años, que se suele tomar como referencia para el coste de financiación de los hogares y las empresas a largo plazo y tipo de interés fijo, se incrementó en 32 pb desde finales de 2022 hasta principios de octubre de 2023. Posteriormente, se redujo en 95 pb, hasta alcanzar el 2,6 % a finales de marzo de 2024.

El coste de la nueva financiación de los hogares y las empresas se incrementó en 2023, si bien estos aumentos fueron progresivamente menos intensos durante la segunda mitad del año, e incluso revertieron en el último trimestre.

- En los nueve primeros meses del pasado año, el tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito a hogares aumentó en 90 pb —hasta el 3,9 %— en el segmento de adquisición de vivienda y en 75 pb —hasta el 7 %— en el segmento de consumo y otros fines. Posteriormente, se produjeron descensos de 28 pb y 14 pb, respectivamente, que situaron las tasas de interés en febrero de 2024 en el 3,6 % y el 6,9 %, respectivamente. En cuanto a los préstamos a empresas, la subida acumulada desde finales de 2022 hasta febrero de 2024 fue de 151 pb, hasta el 4,9 % (véase gráfico 1.5.a).
- Por su parte, el coste de la financiación de las empresas en los mercados de capitales registró aumentos desde finales de 2022 hasta octubre de 2023, que fueron de 47 pb en el plazo a diez años y, posteriormente, se redujeron en 43 pb, hasta alcanzar el 4,4 % en marzo de 2024.

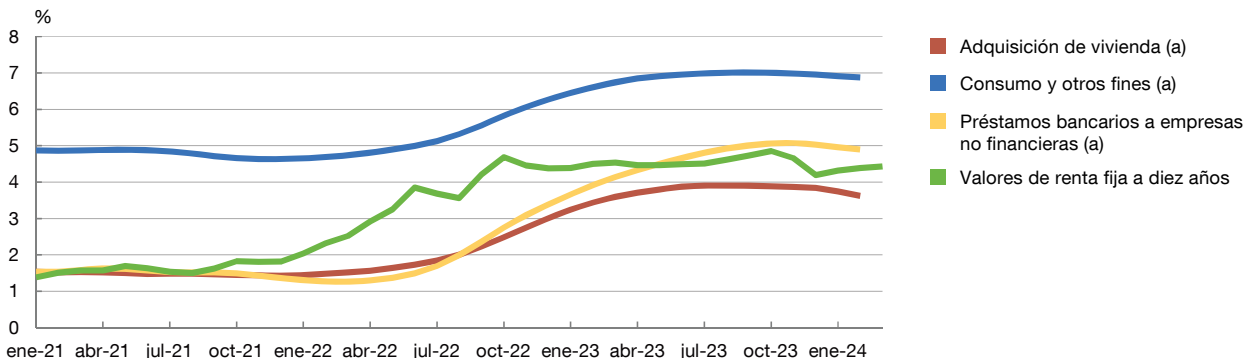
El aumento acumulado de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito y de la remuneración de los depósitos en España en el ciclo actual de endurecimiento de la política monetaria ha sido menos intenso que en la UEM y menor también que lo que sugerirían las regularidades históricas.

- Desde finales de 2021 hasta octubre de 2023, los tipos de interés del nuevo crédito en España aumentaron en 246 pb, 237 pb y 355 pb en el segmento de hogares para adquisición de vivienda, consumo y otros fines, y empresas, respectivamente. Estos incrementos fueron, en general, menores que los observados en el promedio del área del euro (véase gráfico 1.5.b). Desde octubre de 2023, los tipos de interés del crédito en España han descendido en todos los segmentos y, en febrero de 2024, se situaban en niveles ligeramente inferiores a los del promedio de la UEM en la mayoría de los segmentos.
- El aumento acumulado en nuestro país de los tipos de interés del nuevo crédito durante el ciclo actual de endurecimiento de la política monetaria ha sido menor que el que sugerirían los patrones históricos, dado el incremento de los tipos de interés de referencia. Esta menor traslación ha sido especialmente acusada en el caso de los préstamos para adquisición de

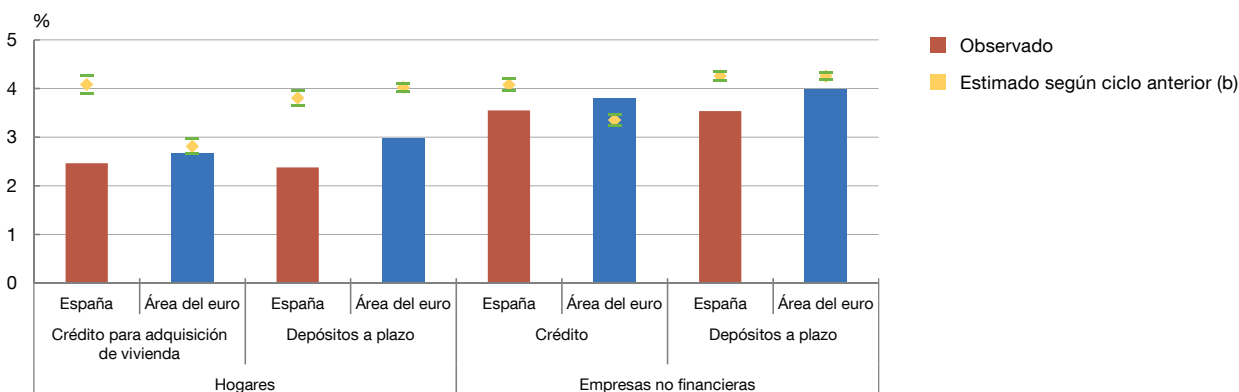
Gráfico 1.5

El incremento del coste del nuevo crédito perdió intensidad en la segunda mitad de 2023. El aumento acumulado desde diciembre de 2021 hasta octubre de 2023 fue menos intenso en España que en la UEM y menor de lo que sugerirían las regularidades históricas

1.5.a Coste de la nueva financiación a hogares y empresas no financieras



1.5.b Variación acumulada de los tipos de interés bancarios desde diciembre de 2021 hasta octubre de 2023 (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a** 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 estacionalidad y el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).
- b** Tipo de interés bancario que resultaría si el aumento del tipo de interés de mercado en el ciclo actual se hubiera trasladado de forma similar a lo registrado en el ciclo anterior, de acuerdo con lo estimado por modelos estándar de corrección de error para el período enero de 2003-agosto de 2007. Se estima un modelo para tipos de interés a corto (hasta un año) y a largo plazo (más de un año) y se muestra el tipo de interés sintético ponderado por el volumen de nuevas operaciones.



vivienda —cuyos tipos de interés se habrían incrementado, entre diciembre de 2021 y octubre de 2023, en 1,6 puntos porcentuales (pp) menos de lo esperado según las regularidades históricas—, mientras que estas diferencias han sido menos marcadas en los préstamos a empresas —0,5 pp menos de lo esperado según las regularidades históricas—. Esta evolución en España contrasta con la observada en el conjunto del área del euro, donde las subidas registradas han estado en línea con lo esperado de acuerdo con estas regularidades históricas, o incluso han sido mayores, como en el caso de la financiación concedida a las empresas no financieras (véase gráfico 1.5.b).

- La menor traslación del incremento en los tipos de interés de referencia a los tipos de interés del nuevo crédito que se ha observado en nuestro país podría estar relacionada con

algunas características idiosincráticas de las entidades bancarias y la traslación a la remuneración de los depósitos. En particular, de acuerdo con los resultados de un trabajo reciente del Banco de España (Mayordomo y Roibás, 2023), las entidades españolas han trasladado con una menor intensidad las subidas de tipos a la remuneración de sus depósitos, debido, principalmente, a las menores necesidades del sector bancario español de captar fondos a través de depósitos para ofrecer crédito y, en menor medida, al mayor nivel de concentración. A su vez, aquellas entidades que han registrado un menor incremento en la remuneración del total de sus depósitos habrían trasladado en menor medida el incremento de los tipos de interés de mercado al coste de sus préstamos, especialmente aquellos destinados a la adquisición de vivienda¹⁹. De esta forma, el menor coste de financiación vía depósitos, que constituyen la principal fuente de financiación de los bancos españoles, se habría traducido en una oferta de crédito a tipos de interés menos elevados que en el resto de la UEM.

La oferta y la demanda de crédito en España siguieron contrayéndose en 2023, tanto en el segmento de financiación a empresas como en el de crédito a hogares.

- Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios de concesión y condiciones generales aplicadas a los nuevos préstamos en España se han endurecido de manera continuada desde mediados de 2022²⁰. No obstante, desde el último trimestre de 2023, la oferta de crédito habría dejado de contraerse en la mayoría de los segmentos (véase gráfico 1.6). Asimismo, la Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) muestra un empeoramiento desde abril de 2022 en la percepción de las pymes españolas sobre la oferta de crédito bancario.
- Tanto en España como en el área del euro, el endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos bancarios habría sido mucho más acusado que el registrado en el ciclo de endurecimiento de la política monetaria de 2005. Según las respuestas de las entidades financieras a la EPB, la diferente evolución con respecto a 2005 se explicaría por una mayor percepción del riesgo de los bancos, que sería coherente con la importancia de las perturbaciones de oferta negativas en el actual episodio inflacionario, a diferencia de las perturbaciones de demanda positivas que prevalecieron durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria de 2005.
- La EPB muestra una reducción de la demanda de crédito en España en 2023, especialmente intensa en el segmento de crédito a hogares para adquisición de vivienda, que habría continuado a principios de 2024. El descenso de la demanda, tanto en España como en el área del euro, obedeció principalmente al aumento de los tipos de interés. En el caso de los

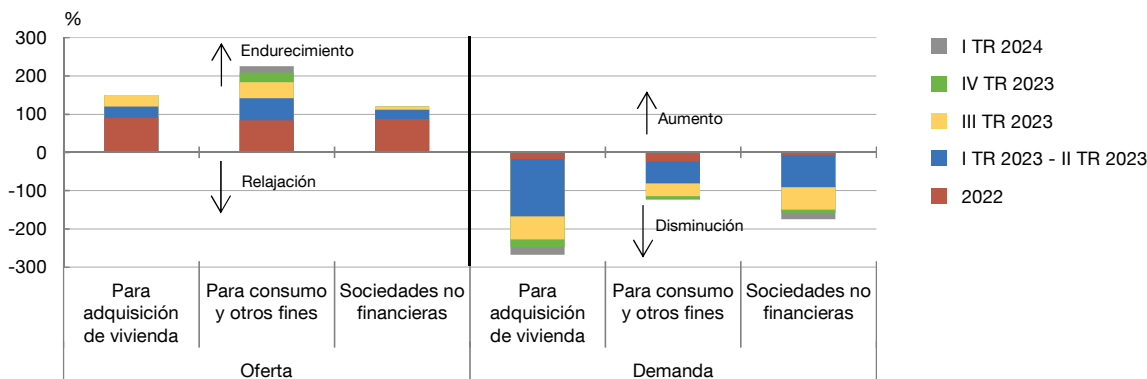
19 Para más detalles sobre los posibles factores que explicarían las diferencias entre España y la UEM en la velocidad de traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios, véase Mayordomo y Roibás (2023).

20 La evolución de los criterios de concesión en el segmento de consumo y otros fines podría reflejar el endurecimiento de los criterios del crédito concedido para otros fines —distintos del consumo—, que se contrajo durante 2023 debido a la caída de los préstamos para empresarios individuales. Por el contrario, el crédito al consumo ha mostrado tasas de crecimiento interanual positivas y un dinamismo robusto durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria, que estaría asociado a la financiación del consumo de bienes duraderos.

Gráfico 1.6

La oferta y la demanda de crédito en España siguieron contrayéndose en 2023, si bien en el último trimestre del año la oferta de crédito dejó de hacerlo en la mayoría de los segmentos

1.6.a Variación acumulada de los criterios de aprobación y de la demanda de préstamos bancarios en España (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Porcentaje de entidades que señalan un endurecimiento (aumento en el caso de la demanda) menos el de las que señalan una relajación (disminución en el caso de la demanda).



hogares, la menor confianza de los consumidores y el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda también habrían contribuido a la reducción de la demanda; en el caso de las empresas, lo habría hecho la reducción de la inversión en capital fijo. Por su parte, la información de la SAFE refleja también un descenso de las solicitudes provenientes de empresas a lo largo de 2023 y en el primer trimestre de 2024. En el caso de las pymes, el porcentaje de empresas que solicitaron préstamos bancarios alcanzó un mínimo histórico desde el inicio de la encuesta en 2009.

El saldo vivo de la financiación obtenida por las empresas y los hogares para adquisición de vivienda continuó reduciéndose en 2023, mientras que el del crédito al consumo siguió elevándose²¹.

- La contracción del saldo de crédito a empresas en España se acentuó en el transcurso de 2023, y en octubre registró el mayor descenso interanual desde principios de 2015, cercano al 5 %. Sin embargo, en los meses más recientes, el ritmo de descenso se ha moderado; en febrero de 2024, la contracción fue del 3,4 %. La transmisión de la política monetaria a los flujos netos de crédito ha sido más intensa que en el pasado, de acuerdo con las sorpresas negativas arrojadas por modelos de previsión del crédito²². En el área del euro, aunque se ha observado un perfil de moderación similar, el saldo vivo de crédito partía de tasas de

21 Para más detalles sobre los factores que explicarían esta evolución del crédito, así como para más información sobre el comportamiento heterogéneo para distintos segmentos de hogares, véase Banco de España (2024c).

22 Estas sorpresas podrían estar relacionadas con posibles no linealidades en la transmisión de la política monetaria a la oferta de crédito. De hecho, según García-Posada y Paz (2024), la velocidad y la intensidad de los aumentos en las tasas de interés ocurridos desde 2021 habrían dado como resultado un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito superior al observado en otros períodos de endurecimiento.

crecimiento superiores y no se registró una contracción interanual de este hasta el mes de septiembre.

- La financiación obtenida por las empresas mediante valores de renta fija también siguió disminuyendo en 2023 en España, pero en los últimos meses del año se moderó el ritmo de descenso interanual y, en los primeros meses de 2024, las caídas se situaron por debajo del 1 %. En el área del euro no se han registrado descensos en términos interanuales en el saldo de este tipo de financiación, si bien se ha producido una desaceleración en su ritmo de crecimiento.
- El saldo de crédito hipotecario continuó contrayéndose en 2023, aunque de manera más moderada en los últimos meses. Este comportamiento se debió al reducido dinamismo de las nuevas operaciones y a las elevadas amortizaciones, que reflejaron incentivos a amortizar hipotecas a tipo variable en un contexto de alzas en los tipos de interés de referencia. En el área del euro, la tasa de avance interanual del saldo vivo de crédito hipotecario se moderó en 2023 y llegó a presentar un ligero descenso al comienzo de 2024.
- El crédito al consumo presentó un notable dinamismo, asociado a la financiación de adquisición de bienes duraderos —por ejemplo, automóviles—. Este patrón es similar al observado en el área del euro. Por su parte, se acentuó la contracción del crédito a los hogares para otros fines distintos del consumo y la adquisición de vivienda, debido a la caída de los préstamos a empresarios individuales.
- La reducción de los saldos de financiación captada por los hogares y las empresas, junto con el crecimiento nominal de las rentas, favoreció el descenso de las ratios de endeudamiento de ambos sectores institucionales, que se situaron en niveles cercanos a los de comienzos de siglo y por debajo de las registradas en la zona del euro. En concreto, en términos de PIB, dichas ratios se situaron en el último trimestre de 2023 en torno al 65 % y el 47 % para empresas y hogares, respectivamente, 3 pp y 7 pp por debajo de las cifras registradas en el conjunto del área del euro (véase gráfico 1.7).

Desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la política monetaria en julio de 2022, el margen de interés de las entidades bancarias españolas ha aumentado de forma notable²³ y la calidad crediticia de sus balances ha registrado un deterioro muy limitado.

- El margen de interés a escala consolidada aumentó un 37,1 % en 2023 con respecto al dato anualizado del primer semestre de 2022. Esta evolución se debe a que, hasta ahora, la transmisión del aumento de los tipos de interés de referencia ha sido más pronunciada sobre los activos bancarios —entre los que los préstamos a tipo variable mantienen una posición preponderante— que sobre los pasivos bancarios²⁴. La contención de los costes

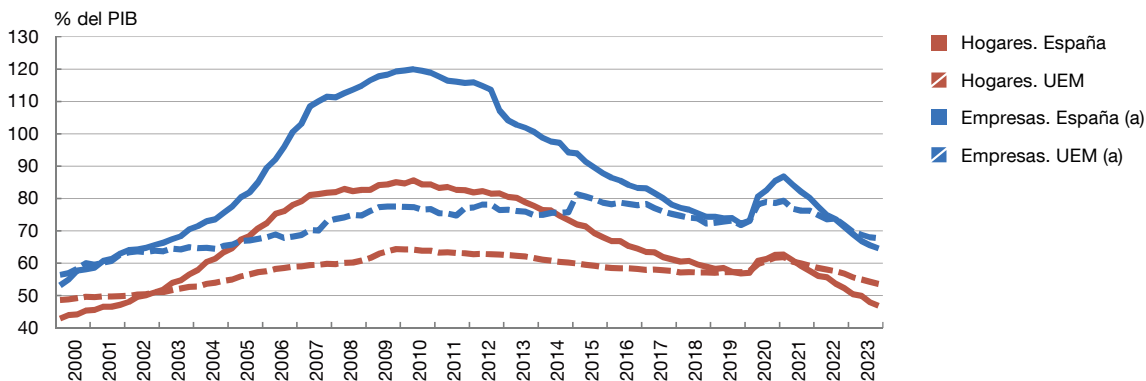
²³ Banco de España (2023a).

²⁴ El coste medio del pasivo de las entidades españolas se situó en diciembre de 2023 en el 2,6 %, 1,9 pp por encima del coste soportado en junio de 2022, justo antes del inicio de la subida de los tipos de interés.

Gráfico 1.7

Las ratios de endeudamiento de los hogares y de las empresas han seguido descendiendo y se sitúan ya en niveles cercanos a los de comienzos de siglo y por debajo de las registradas en la zona del euro

1.7.a Ratio de endeudamiento de hogares y de empresas no financieras



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Se excluyen de la deuda los préstamos entre empresas.



del pasivo de las entidades españolas ha estado favorecida por la importancia de los depósitos minoristas y por una posición de liquidez favorable.

- La reducción del volumen de préstamos al sector privado residente habría contribuido a moderar, en 2023, el crecimiento del margen por intereses de los negocios en España en relación con el activo total de las entidades bancarias en junio de 2022, en aproximadamente 6 pb. Además, las tenencias de valores de renta fija en el balance de los bancos antes del inicio del ciclo de subidas de tipos de interés han visto reducido su valor, especialmente en el caso de aquellas entidades con mayor proporción de este tipo de activos clasificados a valor razonable. Por su parte, las pérdidas por deterioros financieros a escala consolidada aumentaron, en 2023, un 22,9 % en términos interanuales, debido, principalmente, a su evolución en el negocio en el extranjero —aunque también aumentaron en el caso del negocio en España—.
- Las ratios de crédito dudoso y en vigilancia especial del crédito bancario al conjunto del sector privado en España se situaron en el 3,4 % y el 7,6 %, respectivamente, en diciembre de 2023. Estos niveles son similares a los registrados doce meses antes en el caso del crédito dudoso y ligeramente superiores (0,5 pp) en el caso del crédito en vigilancia especial. Atendiendo al desglose entre hogares y empresas, ambas carteras de crédito han mostrado cierto deterioro, aunque muy contenido²⁵. En línea con estos desarrollos, el encarecimiento

25 En el caso del crédito a hogares, la ratio de dudosos aumentó en 0,1 pp entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023 —hasta alcanzar un 2,9 %—, mientras que la ratio en vigilancia especial aumentó en 0,7 pp en el mismo período —hasta situarse en el 6,1 %—. La ratio de préstamos dudosos a las empresas no financieras mostró un ligero descenso entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023 —de 0,1 pp—, hasta situarse en el 4,6 %. Sin embargo, se produjo un aumento en la ratio de crédito en vigilancia especial entre esas dos fechas de 0,4 pp, hasta el 10,1 %.

del coste de la nueva financiación de los hogares y las empresas también ha tenido un impacto limitado sobre su vulnerabilidad (véase recuadro 1.2).

- En conjunto, el crecimiento del margen de intereses ha dominado los cambios en otros elementos de la cuenta de resultados y ha propiciado una evolución muy favorable de la rentabilidad de los bancos españoles en 2023. Las rentabilidades sobre el total activo y sobre el capital se situaron el año pasado en el 0,8 % y el 12,4 %, respectivamente, 15 pb y 230 pb superiores a las registradas en el cierre de 2022.
- No obstante, la dinámica expansiva de la rentabilidad bancaria no ha redundado en un fortalecimiento significativo de la solvencia del sector. En particular, la ratio de capital CET-1 se situó en el 13,2 % al final de 2023, apenas 17 pb por encima de su nivel en 2022.
- En un futuro, el impacto de la subida de los tipos de interés sobre la rentabilidad bancaria podría ser algo más negativo de lo observado hasta el momento. Así, es esperable una moderación del margen de interés una vez que se haya completado el ciclo de subida de los tipos de interés, debido a que el aumento en el coste del pasivo se produce con cierto retraso en relación con el de los ingresos por intereses²⁶.
- Además, no puede descartarse la materialización de escenarios macroeconómicos adversos caracterizados por menores ritmos de avance de la actividad o mayor persistencia de unos tipos de interés elevados que podrían acarrear un cierto deterioro adicional en la calidad del crédito²⁷.
- Las últimas pruebas de resistencia realizadas muestran una capacidad de resistencia agregada elevada del sector bancario español²⁸. No obstante, en un entorno de incertidumbre elevada y con riesgos para el crecimiento que continúan orientados a la baja, sigue vigente la recomendación a las entidades de que dediquen una parte de la mejora presente de su rentabilidad a reforzar, a través de sus políticas de provisiones y capital, su capacidad de absorber pérdidas futuras.

26 La evidencia de períodos anteriores señala un cierto elemento temporal en las ganancias de margen de interés bancario derivadas de subidas de los tipos de interés de referencia (Pérez-Montes y Ferrer, 2018).

27 Para más detalles sobre estos riesgos, así como sobre la evolución de la rentabilidad y la solvencia bancaria, véase Banco de España (2024b).

28 Véanse Banco de España (2023a) y Banco de España (2023d) para un resumen de los resultados de los bancos españoles en las pruebas FLESB (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*) del Banco de España y en las pruebas de la Autoridad Bancaria Europea de 2023.

4 La economía española

En un contexto caracterizado por el endurecimiento de las condiciones de financiación y la ralentización de la actividad en el área del euro, el dinamismo de la actividad en España ha mostrado una notable resiliencia en los últimos trimestres —en comparación tanto con las previsiones disponibles a principios de 2023 como con el resto de la UEM—, si bien el desempeño del crecimiento per cápita ha sido más modesto.

- A lo largo de 2023, la economía española acusó el efecto de diversos factores limitantes de la actividad, entre los que cabe destacar el impacto progresivamente más intenso del endurecimiento acumulado de las condiciones de financiación y la marcada desaceleración de la eurozona. Además, el agotamiento del impulso asociado con la reapertura de la economía tras la pandemia habría contribuido a la desaceleración de la actividad en España. De este modo, el ritmo de avance del PIB se ralentizó en el conjunto de 2023, hasta situarse en el 2,5 % en promedio anual, frente al 5,8 % registrado en 2022.
- La tasa de crecimiento del PIB en 2023 se situó significativamente por encima de la anticipada a principios de año por el Banco de España y por el consenso de los analistas. Diversos factores han contribuido a ello. En particular, cabe destacar el efecto arrastre positivo sobre la tasa de crecimiento promedio en 2023 de la revisión de la Contabilidad Nacional que el Instituto Nacional de Estadística (INE) publicó en septiembre²⁹ y un dinamismo mayor de lo esperado inicialmente en el caso del consumo privado, del consumo público y de las exportaciones de servicios turísticos —todo ello en un momento en el que los flujos migratorios y el crecimiento de la población registraron ritmos de avance por encima de lo inicialmente previsto— (véase recuadro 1.1).
- El ritmo de avance del PIB en España fue también superior al registrado en la UEM, que mostró un crecimiento del 0,4 % en 2023, por debajo del 3,4 % observado en 2022 y del avance del 1 % previsto en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2023.
- Desde una perspectiva temporal más amplia, a finales de 2023 el PIB superaba en aproximadamente un 3 % su nivel de finales de 2019 tanto en España como en el conjunto de la UEM, pese al mayor retroceso registrado en el caso de España durante la pandemia. Sin embargo, en términos per cápita, el PIB se situaba apenas un 0,3 % por encima de su nivel de finales de 2019 en España, muy por debajo de lo observado en el conjunto de la UEM, donde se encontraba un 2 % por encima de su nivel previo a la pandemia (véase gráfico 1.8).

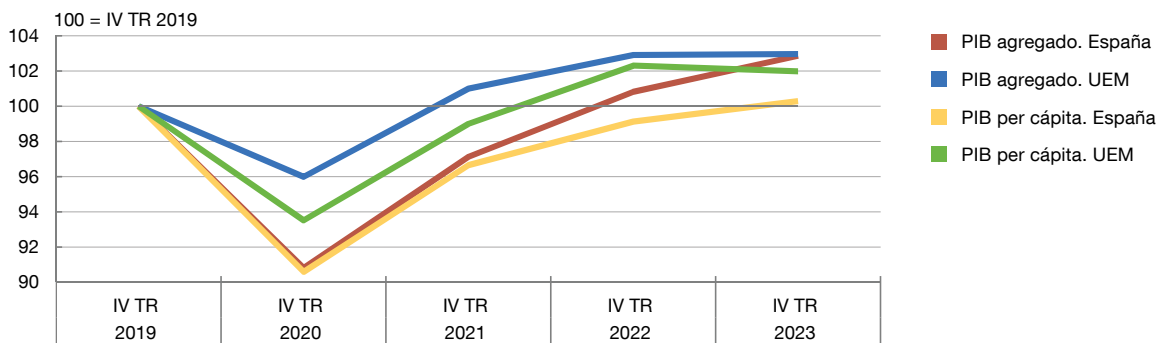
El mayor dinamismo de la actividad económica en España con respecto al conjunto de la UEM en el transcurso de 2023 se explica, principalmente, por un mayor impulso proveniente de la demanda nacional y por una mayor resiliencia ante el *shock* energético.

29 Fernández, González Mínguez, Izquierdo y Urtasun (2023).

Gráfico 1.8

El dinamismo de la actividad en España, más intenso en términos agregados que en términos per cápita, ha mostrado una cierta resiliencia en los últimos trimestres y ha sido superior al del resto de la UEM

1.8.a Evolución del PIB agregado y del PIB per cápita en España y la UEM



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.



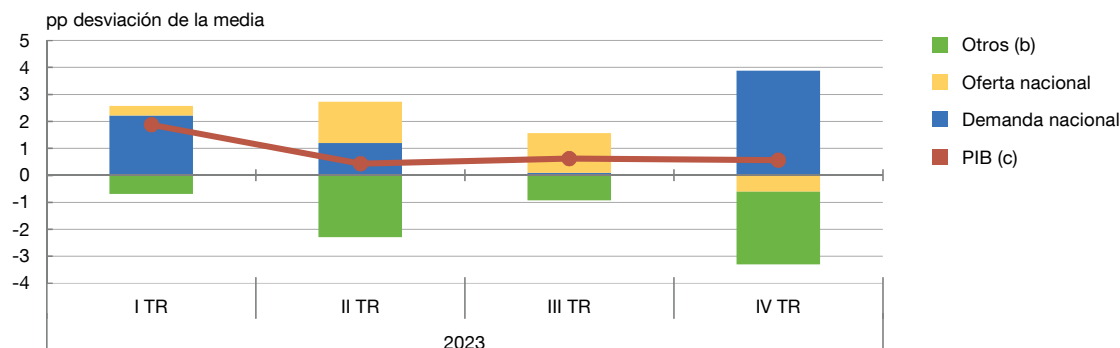
- Los factores explicativos de las diferencias en el crecimiento entre España y la UEM de 2023 se pueden identificar mediante un modelo econométrico que permite distinguir entre perturbaciones de demanda —por ejemplo, *shocks* sobre la política fiscal o las decisiones de gasto de los agentes— y perturbaciones de oferta —por ejemplo, *shocks* sobre los precios internacionales de materias primas como las energéticas o sobre la productividad—. Este modelo permite, además, identificar por separado estas perturbaciones según sean de naturaleza nacional o internacional, apoyándose en que los precios internacionales se fijan en mercados globales y, por tanto, no se ven afectados inmediatamente por la evolución de las variables nacionales³⁰.
- De acuerdo con esta estrategia de modelización, los resultados obtenidos apuntan a que más de la mitad de la diferencia entre España y la UEM en el crecimiento del PIB a lo largo de 2023 se explicaría por el papel de las perturbaciones nacionales de demanda (véase gráfico 1.9.a).
- La relevancia de los factores de demanda nacionales sería coherente, entre otros desarrollos, con el elevado dinamismo del consumo de los hogares en España en el transcurso de 2023, tal y como se discute más adelante. En concreto, respecto al resto de la UEM, el impulso proveniente de la convergencia del consumo de los hogares hacia sus niveles previos a la pandemia habría sido más intenso en España, dado que era el país de

³⁰ En particular, se considera un modelo macroeconómico de vectores autorregresivos estructurales similar al utilizado en Leiva-Leon, Martínez-Martín y Ortega (2022), estimado a partir de una muestra que abarca el período 2002-2023 para cada área considerada. El modelo estima la contribución de las perturbaciones de demanda y oferta apoyándose en restricciones de signos bajo el supuesto de que las perturbaciones de demanda mueven la actividad económica del área considerada y los precios en el mismo sentido, mientras que las de oferta los mueven en el sentido contrario. Además, se utilizan series de precios nacionales e internacionales para distinguir entre perturbaciones de origen internacional —que afectan a todas las variables del modelo de forma contemporánea— y de origen nacional —que solo afectan a las variables nacionales—.

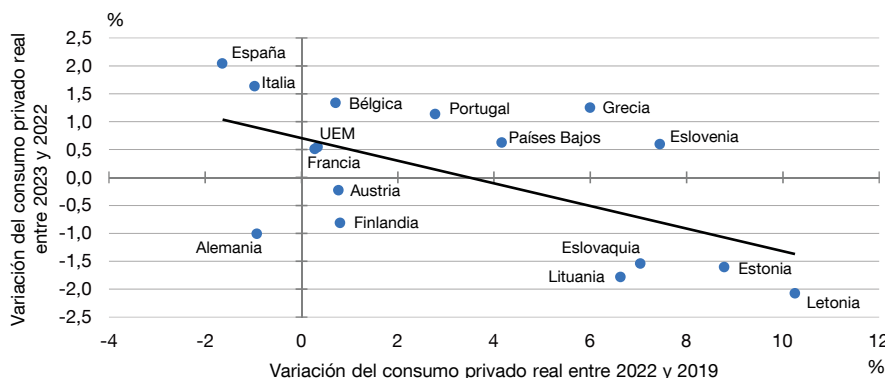
Gráfico 1.9

La economía española registró tasas de crecimiento del PIB superiores a las del área del euro en 2023, debido principalmente a factores de naturaleza nacional, tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta

1.9.a Diferencia de crecimiento entre España y el área del euro (a)



1.9.b Crecimiento del consumo privado en 2023 en comparación con la brecha del consumo en 2022 respecto al nivel prepandemia



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

- La descomposición se basa en un modelo macroeconómico de vectores autorregresivos estructurales con restricciones de signo y de exclusión en impacto basado en Leiva-Leon, Martínez-Martin y Ortega (2022). La muestra de estimación abarca el período 2002-2023.
- Demanda y oferta globales, márgenes y mercado de trabajo.
- Las líneas representan la diferencia (España menos la eurozona) de las desviaciones de la serie respecto a su media histórica. Esta diferencia es muy similar a la diferencia entre las series brutas, pero permite capturar más adecuadamente el distinto comportamiento de las dos áreas económicas.



la UEM que presentaba una mayor brecha negativa entre los niveles de consumo de 2022 y los de 2019 (véase gráfico 1.9.b).

- Por otro lado, cabe destacar el notable dinamismo del consumo público en nuestro país durante el último año, en contraste con la atonía que caracterizó su evolución en el caso de la UEM. En particular, en 2023, en términos reales, el consumo público avanzó un 3,8 % en España, frente al crecimiento del 0,7 % registrado en el conjunto de la UEM.
- Respecto al papel de los *shocks* relacionados con la oferta, estos habrían sido también más favorables para el dinamismo de la actividad en España, lo que explica en torno a un tercio de la diferencia de crecimiento en 2023 respecto al conjunto de la UEM (véase gráfico 1.9.a).

- Esto sería también coherente con una serie de desarrollos recientes en relación con la oferta. Por un lado, destaca la más temprana y más acusada desaceleración de los precios energéticos en España a lo largo de 2023. Así, la traslación de los precios internacionales de las materias primas energéticas a los índices de precios nacionales —y, por tanto, a la inflación— ha sido muy diferente en España y la UEM en el período reciente. Por ejemplo, los precios del componente de gas y electricidad en el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situaron a finales de 2023 por debajo de los niveles de 2021, mientras que en la UEM continuaban entre un 40 % y un 50 % por encima. Esto se debió, fundamentalmente, a dos razones. Primero, la economía española se encontraba menos expuesta al riesgo de corte de gas ruso, como resultado de unas fuentes de aprovisionamiento más diversificadas, lo que redujo la incertidumbre sobre este suministro y la necesidad de sustitución de fuentes energéticas en la industria³¹. Segundo, el fuerte aumento de la generación de electricidad por medio de energías renovables —del 42 % en 2022 al 50 % en 2023— presionó a la baja los precios mayoristas de la electricidad en mayor medida en España que en la UEM; además, la velocidad de traslación de estas bajadas a los precios minoristas es también mayor en España, dada su idiosincrasia en los mecanismos de fijación de dichos precios³².
- Por otro lado, las diferencias entre la economía española y el resto de las economías europeas en su composición sectorial y en su posición en las cadenas globales de valor también explicarían, al menos en parte, el mayor impulso a la actividad procedente de los factores de oferta en nuestro país. En particular, la economía española se benefició del mayor peso en su estructura productiva de los servicios, que crecieron a un ritmo superior al de las ramas industriales; en particular, aquellas más dependientes de la energía como insumo intermedio³³.

La creación de empleo en España mantuvo un elevado dinamismo en el conjunto de 2023, en un contexto de un cierto tensionamiento en el mercado laboral.

- El avance del empleo registró un elevado dinamismo en 2023. En el conjunto del año, el empleo, medido en términos de horas trabajadas, se incrementó un 1,9 % —un 3,2 % en términos de personas—. No obstante, se observa una desaceleración en la segunda mitad de 2023 (véase gráfico 1.10.a).
- Las elevadas tasas de crecimiento del empleo —medido en términos de personas ocupadas— en el conjunto del año se situaron por encima de los ritmos de avance del PIB y redundaron, por tanto, en retrocesos de la productividad aparente del trabajo, que ha venido registrando caídas en términos interanuales desde el cuarto trimestre de 2022 (véase gráfico 1.10.b).

31 Véanse Balteanu y Viani (2023) y Quintana (2022).

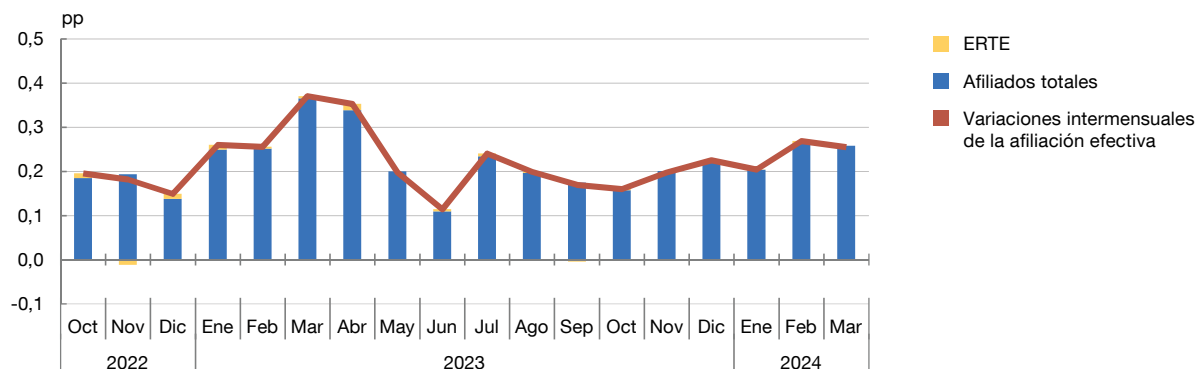
32 En particular, el sistema de precios dinámicos para la factura regulada (PVPC) vigente en España en 2023 implicó que los precios mayoristas de la electricidad se trasladaran de forma instantánea al consumidor, a diferencia de los que ocurrió en la mayoría de los países europeos. No obstante, la reforma del PVPC que toma en consideración los precios del mercado de futuros de la electricidad y ha entrado en vigor a principios de 2024 en España aproximará la velocidad de traslación a la de la UEM.

33 Para más detalles, véase Fernández-Cerezo, Kataryniuk y Rodríguez (2023).

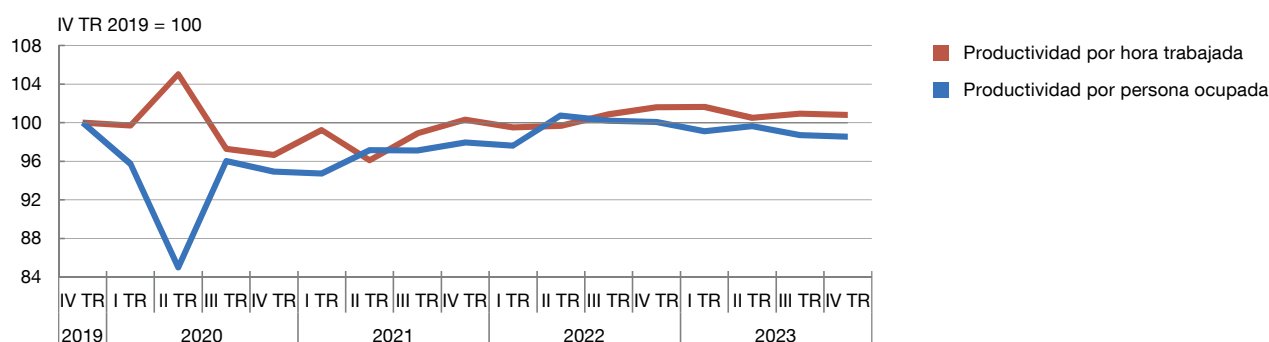
Gráfico 1.10

El empleo exhibió un dinamismo elevado en 2023, lo que permitió que superase sus niveles prepandemia. Sin embargo, esta fortaleza de la ocupación se tradujo en un retroceso de la productividad aparente del trabajo

1.10.a Evolución mensual de la afiliación efectiva (a)



1.10.b Evolución de la productividad desde 2019, por hora y por persona ocupada



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a Tasas mensuales desestacionalizadas.



- Pese al fuerte crecimiento del empleo, la tasa de paro se redujo 1,1 pp, hasta alcanzar el 11,8 % en el cuarto trimestre de 2023. Esta evolución reflejó la fortaleza de la población activa —que aumentó un 2,5 %—, impulsada por un intenso incremento de la población extranjera y de la población en edad de trabajar (1,7 %).
- Además, la ratio de temporalidad tendió a estabilizarse en 2023, tras el fuerte descenso del año previo. Aun así, la ratio de temporalidad agregada se situó en el 17,1 % en el promedio de 2023, con un recorte acumulado de 8 pp frente al promedio de 2021, aunque con elevadas diferencias entre el sector público (30,4 %) y el privado (13,8 %). No obstante, esta menor temporalidad, respecto al período anterior a la reforma laboral de 2021, coexiste con unos indicadores de rotación laboral elevados³⁴.
- El intenso incremento de la ocupación fue de nuevo compatible con una reducción de la jornada laboral media, que aún no habría recuperado su nivel previo a la pandemia. Este

34 Véase el capítulo 3 de este Informe.

descenso refleja el impacto de factores tanto de índole coyuntural —por una mayor incidencia de bajas por enfermedad e incapacidad laboral, asociada en parte a las secuelas del COVID-19— como de carácter tendencial —vinculados a los aumentos de la participación femenina, del peso del sector servicios o de la parcialidad³⁵—.

- En este contexto, el mercado de trabajo mostró síntomas de cierto tensionamiento, y se han observado aumentos en la tasa de vacantes y en la incidencia de problemas de disponibilidad de mano de obra en las empresas. Este tensionamiento del mercado laboral podría explicarse, al menos en parte, por un cierto fenómeno de atesoramiento del trabajo de las empresas³⁶ (para más detalles sobre estos aspectos, véase el capítulo 3 de este Informe).

El dinamismo registrado en el gasto en consumo de los hogares fue el principal soporte del crecimiento del PIB en el transcurso de 2023, mientras que la evolución de la inversión se caracterizó por una notable debilidad.

- El consumo de los hogares fue uno de los principales soportes del crecimiento a lo largo de 2023. Su avance, del 1,8 % en términos medios anuales, permitió que este agregado recuperase los niveles previos a la pandemia a finales del año. Cabe destacar el elevado dinamismo de las matriculaciones de vehículos, que se situaban a finales de 2022 un 35 % por debajo de los niveles previos a la pandemia y registraron un crecimiento del 14 % en 2023 (véase gráfico 1.11). Desde una perspectiva temporal más amplia, se observa que, tras el inicio de la pandemia, ha ganado peso el gasto en bienes duraderos —por ejemplo, en partidas como las relacionadas con el equipamiento del hogar— en detrimento del resto.
- Entre los factores que han contribuido al avance del consumo, además de la existencia de una cierta demanda embalsada tras la pandemia —por ejemplo, en el caso de los vehículos de motor—, cabe destacar la fortaleza del mercado de trabajo y el dinamismo de las rentas laborales y de las entradas de inmigrantes. En concreto, el vigor de las cifras de creación de empleo y el repunte de los salarios, unidos a la senda de moderación de la inflación, habrían redundado en una cierta mejora en el poder adquisitivo de los hogares. Estos desarrollos habrían contribuido a amortiguar el impacto negativo sobre el consumo del endurecimiento de las condiciones de financiación, en un entorno en el que los saldos de crédito al consumo registraron, no obstante, un cierto dinamismo.
- En efecto, pese a dicho endurecimiento, y de acuerdo con la información proveniente de la Encuesta sobre las Expectativas de los Consumidores del BCE, los hogares españoles —en particular, aquellos con un menor colchón de activos líquidos— habrían incrementado

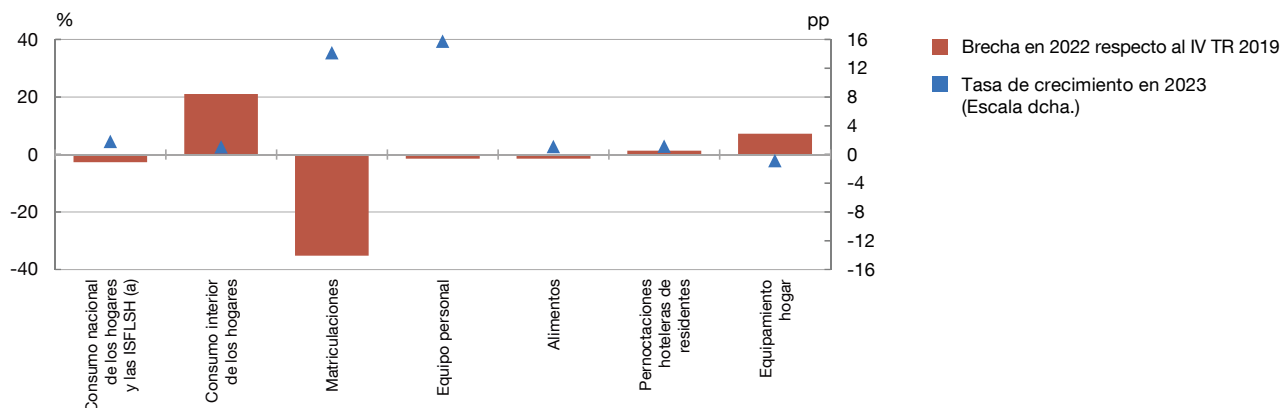
35 Cuadrado (2023).

36 Este concepto se refiere al mantenimiento de trabajadores en plantilla durante períodos de menor actividad en previsión de futuras necesidades de mano de obra. La menor predisposición a despedir se justificaría por las mayores dificultades de contratación y por la incertidumbre acumuladas durante la pandemia y las posteriores perturbaciones de oferta.

Gráfico 1.11

El consumo fue el principal motor del crecimiento en 2023. Destacó el avance en aquellas partidas de gasto que partían de niveles más alejados a los previos a la pandemia

1.11.a Evolución del gasto de los hogares (promedio anual, crecimiento en 2023 y nivel de partida en relación con el observado en el cuarto trimestre de 2019)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.



su recurso al crédito al consumo —de forma más intensa que en la UEM— y habrían aumentado sus horas de trabajo para mantener sus niveles de consumo³⁷.

- El notable avance de las rentas de los hogares permitió que en 2023 las familias compatibilizaran el avance de su consumo con un incremento de la tasa de ahorro, que aumentó hasta niveles superiores a su promedio histórico. Además, los hogares habrían destinado parte de este ahorro a la amortización anticipada de préstamos, lo que refleja los incentivos a amortizar hipotecas a tipo variable, en un contexto de alzas en los tipos de interés.
- La inversión en equipo experimentó un retroceso moderado en 2023, mientras que la inversión en intangibles registró una cierta atonía³⁸. Así, al comparar la brecha en las tasas de inversión entre 2019 y 2022 con la inversión en 2023 para los países de la UEM, se observa que España es la única economía que registró retrocesos en la inversión pese a presentar una brecha negativa respecto a los niveles prepandemia (véase gráfico 1.12).
- Entre los factores que habrían lastrado el dinamismo de la inversión en España, cabe destacar la elevada incertidumbre sobre las condiciones económicas —de acuerdo con la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)³⁹—, el impacto acumulado del aumento de los tipos de interés del crédito a empresas —que se habría intensificado a lo largo del año en mayor medida que en el caso del crédito al consumo—

37 Martínez Carrascal (2024).

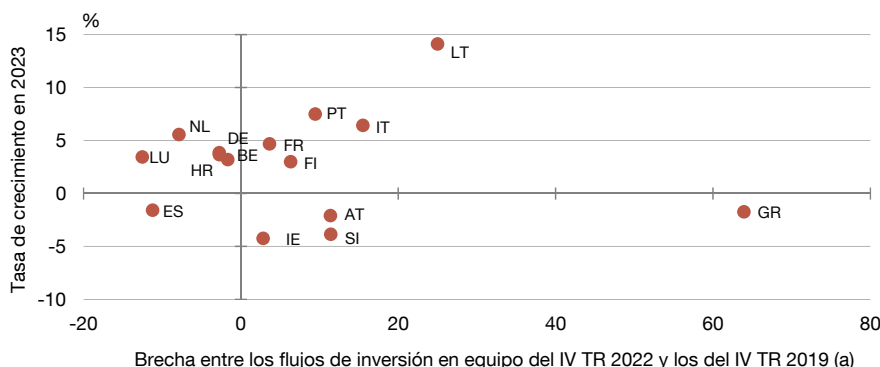
38 Para un análisis más detallado sobre la evolución de la inversión en equipo y de la inversión en intangibles desde el inicio de la pandemia, véase el capítulo 2 de este Informe.

39 Fernández-Cerezo e Izquierdo (2023).

Gráfico 1.12

España es la única economía de la UEM que registró retrocesos en la inversión en equipo pese a presentar una brecha negativa respecto a los niveles de 2019

1.12.a Inversión en equipo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a Excepto para Bélgica, país para el que no se dispone de series trimestrales de este agregado y para el que se presenta la brecha entre el nivel de la inversión en equipo en el conjunto de 2022 y en el año 2019.



y el retraso en la ejecución de los proyectos NGEU respecto a lo inicialmente previsto (para más detalles, véase el recuadro 1.1).

- La inversión residencial aumentó ligeramente en 2023 con respecto a 2022, en un contexto en el que el impacto del aumento de los tipos de interés estaría siendo más intenso sobre el mercado hipotecario que sobre la demanda de vivienda, que se ha visto impulsada por flujos de inmigración elevados. De hecho, el porcentaje que representan las compras de vivienda por parte de ciudadanos extranjeros alcanzó en 2023 el 19 %, registro cercano al máximo de la serie histórica. No obstante, el endurecimiento en las condiciones crediticias habría contribuido, al menos en parte, a un deterioro en el acceso a la vivienda en propiedad, especialmente en el caso de los jóvenes (véase el capítulo 4 de este Informe).

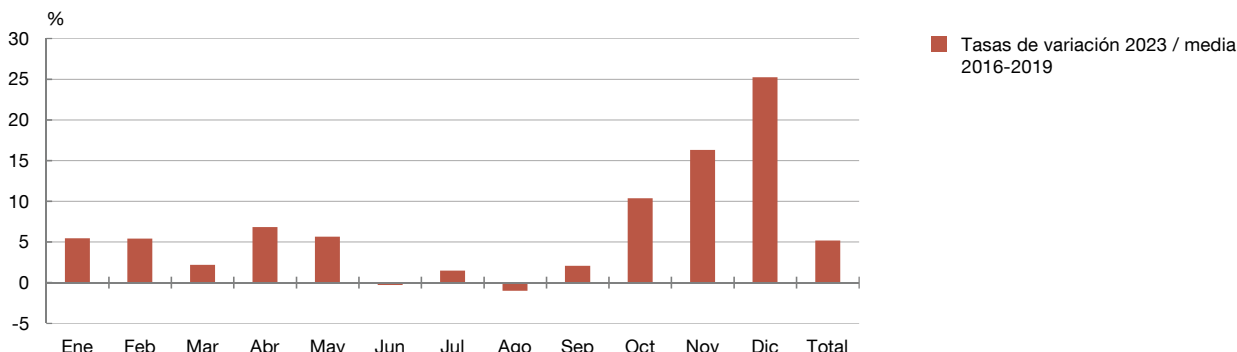
La aportación de la demanda externa neta constituyó un soporte de la actividad, en un año en el que las exportaciones españolas mostraron una notable fortaleza —especialmente en el caso de los servicios turísticos— y las importaciones registraron una cierta debilidad, lo que aumentó de manera significativa el superávit por cuenta corriente.

- Por el lado de las ventas al resto del mundo, destacó el vigor de las exportaciones de servicios turísticos, en un escenario en el que las llegadas de turistas extranjeros superaron en 1,9 % los niveles previos a la pandemia en el conjunto de 2023, hasta registrar un récord histórico y situarse por encima de los 85 millones. Además, la aportación de las exportaciones turísticas al avance del producto se benefició de la llegada de visitantes extranjeros con mayor capacidad adquisitiva, tal y como refleja la evolución del gasto medio diario en términos reales, que registró un aumento del 2,2 % en 2023 respecto a 2019. Entre los factores que explican el elevado dinamismo del turismo internacional en 2023, una vez

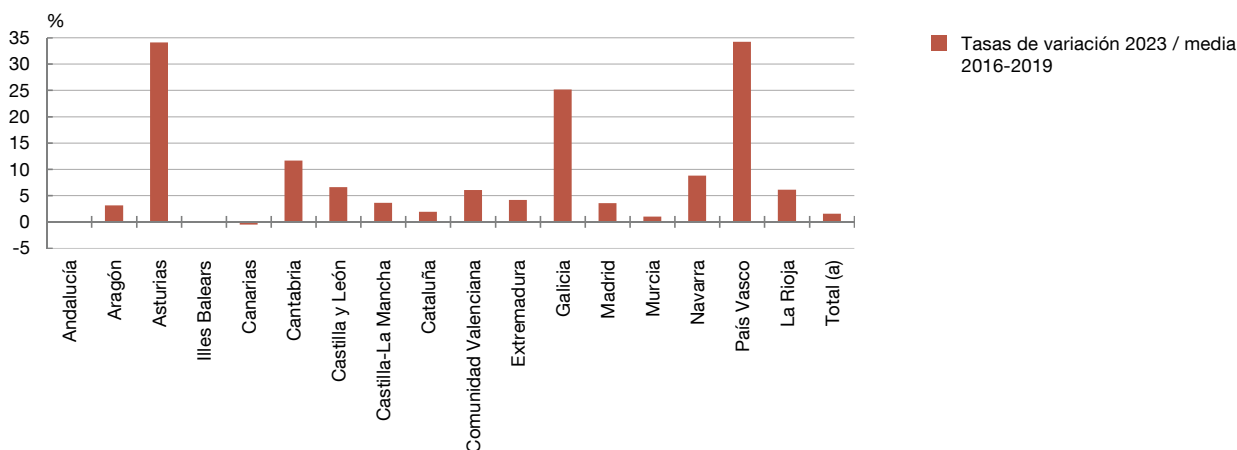
Gráfico 1.13

El turismo receptor de España se estaría diversificando tanto temporal como geográficamente respecto al período prepandemia

1.13.a Llegadas de turistas extranjeros, por meses. Tasas de variación de 2023 frente a la media del período 2016-2019



1.13.b Pernoctaciones en hoteles de viajeros extranjeros, por regiones. Tasas de variación de 2023 frente a la media del período 2016-2019



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



a Ceuta y Melilla, aunque sí se encuentran dentro del total, no se muestran desglosadas por su escaso peso relativo en el total de pernoctaciones.

recuperados los niveles previos a la pandemia, cabe destacar el posible impacto positivo sobre las llegadas de turistas de los conflictos geopolíticos de Oriente Medio⁴⁰ y, sobre todo, la mayor diversificación en términos de los destinos entre las diferentes regiones españolas y la mayor afluencia de turistas extranjeros en la temporada de otoño e invierno (véase gráfico 1.13)⁴¹.

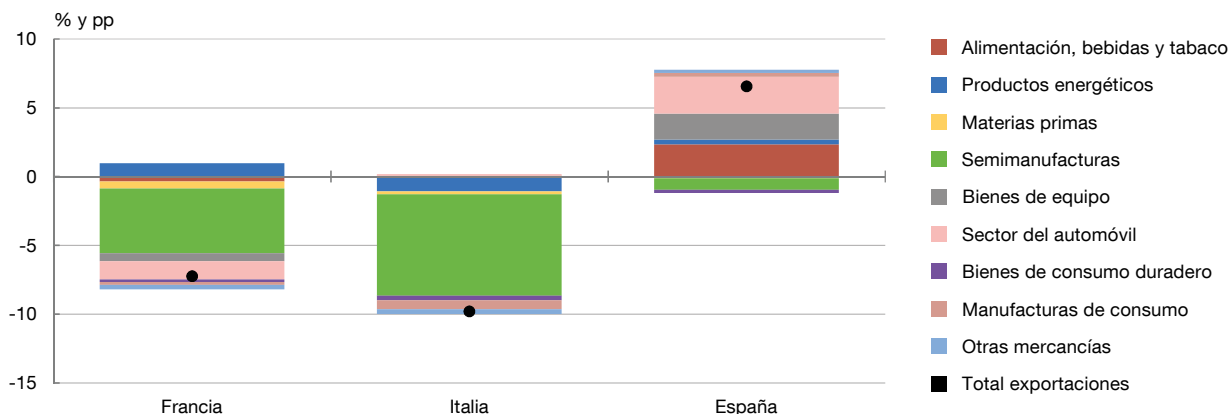
40 En el pasado, los conflictos en países del Mediterráneo han supuesto un aumento de los flujos turísticos superior al estimado utilizando los determinantes tradicionales de estos flujos. Para más detalles sobre los factores que se encuentran detrás del dinamismo reciente del turismo en España, véase Hernández de Cos (2023).

41 Por ejemplo, las llegadas entre octubre y diciembre de 2023 se situaron un 17 % por encima de las correspondientes a esos meses en el período 2016-2019, frente al 1 % por encima en el caso de los meses de verano. Para más detalles, véase García Esteban y Jiménez-García (2024).

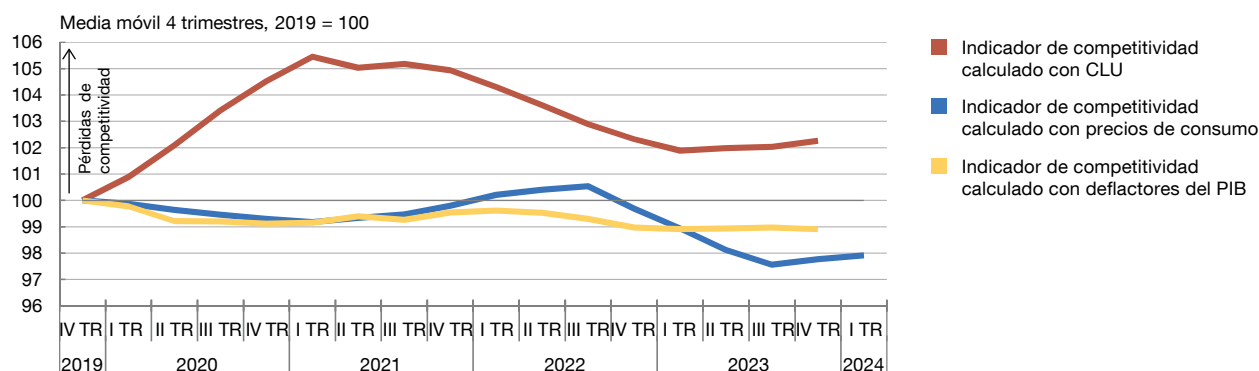
Gráfico 1.14

Las exportaciones españolas de bienes a Alemania habrían registrado un notable dinamismo en 2023, en un contexto de leve mejora en los indicadores de competitividad respecto al área del euro

1.14.a Contribución de cada producto a la variación nominal en 2022-2023 de las exportaciones a Alemania



1.14.b Indicadores de competitividad de España frente al resto de la zona del euro (a)



FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, Eurostat, Banco Central Europeo y OCDE.

a Se presentan tres indicadores armonizados de competitividad: uno calculado con CLU, otro calculado con precios de consumo y otro elaborado con deflatores del PIB. Un aumento (descenso) de los indicadores refleja una pérdida (ganancia) de competitividad.



- Por su parte, las exportaciones de bienes registraron un retroceso en el conjunto de 2023, en un entorno de ralentización de los países del área del euro, principales destinos de las exportaciones españolas. No obstante, cabe destacar el vigor de las exportaciones a países como Alemania, pese a la atonía registrada en el dinamismo de su actividad económica y en claro contraste con la debilidad de las exportaciones a Alemania de países como Francia e Italia (véase gráfico 1.14.a). La relativamente favorable evolución de los indicadores de competitividad de la economía española frente al conjunto de la UEM en 2023 podría explicar, al menos en parte, este dinamismo. En concreto, la competitividad de la economía española mejoró ligeramente a lo largo de 2023 de acuerdo con el indicador basado en precios de consumo, mientras que los indicadores basados en precios de producción (deflactor del PIB) y costes laborales unitarios (CLU) relativos al resto de la UEM

habrían reflejado una cierta estabilidad en el transcurso de 2023, que comporta una leve mejoría respecto al promedio de 2022⁴² (véase gráfico 1.14.b).

- Por el lado de las compras al resto del mundo, el estancamiento de las importaciones de bienes, a pesar del avance de la demanda interna, habría contribuido a la aportación positiva de la demanda externa neta al avance del producto. Entre los factores que podrían explicar dicho estancamiento, cabe destacar el escaso dinamismo de los componentes de la demanda con mayor contenido importador —en particular, la inversión—, los cambios en la composición de la cesta de consumo de los hogares —en la que han ganado peso las marcas blancas, cuya producción se concentra en mayor medida en territorio nacional—, la leve mejoría en los indicadores de competitividad de la economía española y la mayor producción interior de energía en un escenario en el que España cuenta con ventajas comparativas para erigirse como proveedor para los países europeos más dependientes de los hidrocarburos rusos⁴³.
- En términos netos, el saldo de los intercambios de bienes y servicios con el exterior mostró una notable mejoría, aumentando 3 pp en relación con el PIB, hasta situarse en el 4,1 % a finales de 2023. De este modo, el superávit por cuenta corriente de la economía española se incrementó de forma significativa en 2023, hasta situarse en niveles similares a los previos a la pandemia (2,6 % del PIB), a pesar del aumento de los tipos de interés y de la fuerte ampliación del déficit energético, que se vieron más que compensados por el aumento en el saldo de bienes no energéticos y servicios.
- El superávit por cuenta corriente refleja tanto el saldo positivo de los intercambios de bienes y servicios con el exterior como la diferencia positiva entre el ahorro agregado y la inversión en España. Es decir, el incremento en el superávit exterior registrado en 2023 sería también el reflejo del repunte en la tasa de ahorro de los hogares y de los excedentes empresariales, en un contexto de notable debilidad de la inversión.
- El mantenimiento de superávits por cuenta corriente de los últimos años ha propiciado una corrección sustancial de la PII deudora neta de España, en una situación de desapalancamiento del sector privado. En particular, el saldo deudor frente al resto del mundo ha descendido en unos 45 pp de PIB desde los máximos alcanzados en 2009, hasta situarse en el 52,8 % en el cuarto trimestre de 2023. No obstante, esta posición deudora continúa siendo comparativamente elevada dentro de la UEM, y la mayor parte corresponde al sector público. En efecto, el saldo deudor frente al exterior de las AAPP es más elevado que en 2009 (13,8 pp más de PIB, hasta situarse en el 39,5 % en 2023).

El consumo público y las prestaciones sociales representaron un soporte adicional de la actividad a lo largo de 2023, si bien la retirada parcial de algunas medidas de apoyo frente a

42 En cualquier caso, conviene destacar que el indicador basado en CLU aún no habría recuperado, a finales de 2023, las pérdidas de competitividad registradas durante la pandemia.

43 García Esteban, Gómez-Loscós y Martín-Machuca (2023).

la crisis energética y el vigor mantenido por los ingresos públicos dieron como resultado un tono ligeramente contractivo de la política fiscal.

- El consumo público, en términos reales, sorprendió notablemente al alza en 2023, con un crecimiento del 3,8 %, frente al –0,2 % del año anterior. De este modo, se situaría 1,1 pp del PIB por encima de su nivel de 2019, lo que implicaría la consolidación de una parte significativa del aumento del consumo público que se produjo en el contexto de la pandemia.
- Las pensiones, impulsadas por su revalorización con el IPC de 2022 y por el aumento adicional de las pensiones mínimas y no contributivas, también contribuyeron a elevar el ritmo de avance del gasto público. En particular, las pensiones crecieron un 10,7 % en 2023, frente al 5,1 % del año anterior. Por otro lado, se estima que los gastos financiados a cargo del programa NGEU se habrían elevado significativamente en 2023 con respecto a 2021 y 2022, si bien con una menor intensidad de lo esperado a comienzos del año⁴⁴.
- En un escenario de desaceleración de la inflación a lo largo del año, algunas medidas desplegadas frente al aumento de los precios expiraron en 2023, aunque otras fueron prorrogadas incluso a lo largo de 2024 (véase cuadro 1.1). La desaparición de algunas medidas de elevado coste y de alcance especialmente generalizado —como la subvención general al precio de los carburantes⁴⁵— contribuyó a un diseño relativamente más eficiente de las medidas en 2023, aunque siguieron predominando las medidas poco focalizadas y con potenciales efectos distorsionadores en los precios. El coste presupuestario de estas medidas se redujo en 2023 —y, consiguientemente, también su impacto sobre la actividad—, pero continuó siendo elevado (1,2 % del PIB, frente al 1,5 % de 2022).
- Respecto a los ingresos públicos, en conjunto, mostraron un avance notable en 2023, del 9 % interanual, 0,5 pp por encima del observado en 2022. No obstante, este dinamismo responde, en parte, al aumento de los intereses recibidos y de las ayudas a la inversión procedentes de la UE. De este modo, el conjunto de ingresos por impuestos y por cotizaciones sociales creció un 7,9 % (1,1 pp menos que el total de ingresos), desacelerándose en 1,6 pp con respecto al año anterior. Esto se produjo en un momento en el que el crecimiento de las bases macroeconómicas de los principales impuestos, el impacto favorable sobre la recaudación del IRPF derivado de la denominada «progresividad en frío»⁴⁶ y el efecto neto prácticamente neutral de las medidas de ingresos hubieran justificado un incremento similar al del año anterior. Por tanto, la desaceleración de los ingresos por impuestos y por cotizaciones con respecto a 2022 se debe principalmente a un cambio en el signo de los residuos fiscales —diferencia entre la recaudación observada y la que se deduciría de la evolución de las bases macroeconómicas y de las medidas implementadas—, que habría

44 En conjunto, el gasto total ajustado de medidas temporales y desempleo habría crecido un 8,5 % interanual en 2023, frente al 9,9 % del año anterior. No obstante, teniendo en cuenta el descenso de las medidas temporales y la evolución del desempleo, el gasto total sin ajustar habría crecido un 6,4 %.

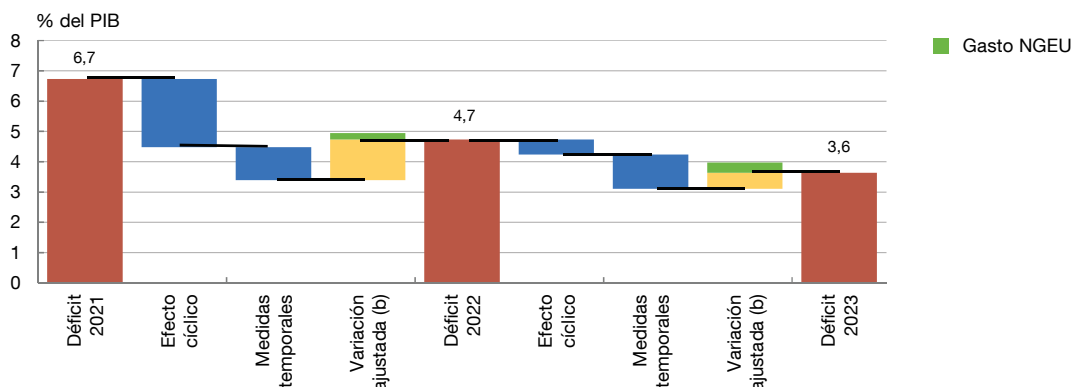
45 García-Miralles (2023).

46 Balladares y García-Miralles (2024).

Gráfico 1.15

La corrección del déficit de las AAPP españolas se moderó en 2023, con una aportación notablemente menor del ciclo económico y un tono de la política fiscal aproximadamente neutral (a)

1.15.a Déficit de las AAPP



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

- a** El tono de la política fiscal se mide aquí como la variación del saldo público ajustado del efecto cíclico, lo que incluye la variación de medidas temporales. Además, se añade el gasto financiado con los fondos del programa NGEU, sin efectos en el déficit por convención estadística, pero que contribuye al tono expansivo de la política fiscal, mientras que su financiación no, porque no recae sobre los agentes residentes.
- b** Variación del déficit ajustada de ciclo y excluyendo medidas temporales.



pasado de ser positivo en los años anteriores a negativo en 2023. Esta evolución apuntaría a una cierta transitoriedad del elevado dinamismo de la recaudación durante la pandemia —por encima del correspondiente a sus bases macroeconómicas—, en línea con la ausencia de evidencia concluyente sobre sus factores determinantes⁴⁷.

- En conjunto, el año 2023 se cerró con un déficit del 3,6 % del PIB, 1,1 pp menor que el registrado al cierre de 2022. Así, el tono de la política fiscal —medido por la variación del saldo ajustado de ciclo y teniendo en cuenta el impulso derivado del NGEU— habría sido ligeramente contractivo, frente al tono expansivo registrado en 2022 (véase gráfico 1.15)⁴⁸.

Por el lado de la oferta, los elevados ritmos de avance de las ramas de los servicios vinculados al turismo —que explican en torno a la mitad del crecimiento total en 2023— han contrastado con la atonía registrada en las ramas industriales, prolongando la tendencia observada en los últimos años hacia una mayor terciarización.

- Entre las ramas de servicios, destaca el avance del valor añadido bruto (VAB) real de aquellas ramas más ligadas al turismo, como las de comercio, transporte y hostelería, y las actividades artísticas y recreativas. En conjunto, el dinamismo registrado en las ramas

⁴⁷ Para más detalles, véase García-Miralles y Martínez-Pagés (2023).

⁴⁸ La reducción de la cuantía de las medidas temporales habría contribuido a endurecer el tono de la política fiscal de forma similar tanto en 2022 como en 2023. Sin embargo, en 2022 esto más que se compensó con la evolución expansiva de gastos e ingresos ajustados de ciclo —teniendo en cuenta el impulso del NGEU y excluidas medidas temporales—, mientras que este efecto fue menor en 2023.

vinculadas al turismo y al ocio explica casi el 50 % del crecimiento del VAB total en 2023, aunque su peso en el VAB se sitúa por debajo del 30 %.

- En el caso de la industria y la construcción, el VAB registró avances en el conjunto de 2023 del 1,8 % y del 2,3 %, respectivamente, mientras que el sector primario sufrió un retroceso del 1,9 %. Entre las ramas manufactureras, cabe destacar que aquellas más intensivas en el uso de energía en sus procesos productivos —que son las que están evidenciando una mayor debilidad como consecuencia de la subida de los precios energéticos en 2021 y 2022— han venido presentando un mejor comportamiento relativo en España que en otros países del área del euro⁴⁹. Así, el índice de producción industrial de las ramas electrointensivas⁵⁰ registró una caída anual del 4,1 % en España en 2023 (0,1 % en el conjunto del sector manufacturero español), frente a los retrocesos más acusados observados en el área del euro (–7,6 %) y, en particular, en Alemania (–10 %).
- Desde una perspectiva temporal más amplia, en comparación con la situación previa a la pandemia, la estructura productiva de la economía española ha evolucionado hacia una mayor terciarización, como parte del cambio estructural que caracteriza el proceso de desarrollo de las economías⁵¹. Por un lado, en línea con lo observado en el conjunto de la UEM, entre 2019 y 2023 ganaron peso las ramas de servicios de información y comunicación —al albur del proceso de digitalización acelerado tras la pandemia—, en detrimento de las ramas manufactureras. Por otro lado, a diferencia de lo observado en el conjunto del área del euro, es destacable el notable avance en España del comercio, el transporte y la hostelería, así como el retroceso registrado en el peso de la construcción y la agricultura (véase gráfico 1.16)⁵².

La inflación en España ha proseguido la senda de desaceleración iniciada en el tercer trimestre de 2022, debido, principalmente, a la reducción de los precios de la energía, mientras que los precios de los alimentos han mostrado una mayor resistencia a la baja.

- La inflación, medida por la tasa interanual del IAPC, prosiguió durante el primer semestre de 2023 la reducción iniciada a mediados del año anterior, hasta alcanzar un mínimo en el mes de junio. Posteriormente, aumentó ligeramente, estabilizándose en torno al 3 % en los últimos meses del año (véase gráfico 1.17.a). Así, el crecimiento medio anual del IAPC alcanzó el 3,4 % en 2023, 4,9 pp por debajo del año anterior y 2 pp menor que el registrado en el conjunto de la UEM.

49 Fernández-Cerezo, Kataryniuk y Rodríguez (2023).

50 Se considera la [definición de Destatis](#) de ramas manufactureras electrointensivas: industria del papel, coquerías y refino de petróleo, química, otros productos minerales no metálicos y metalurgia.

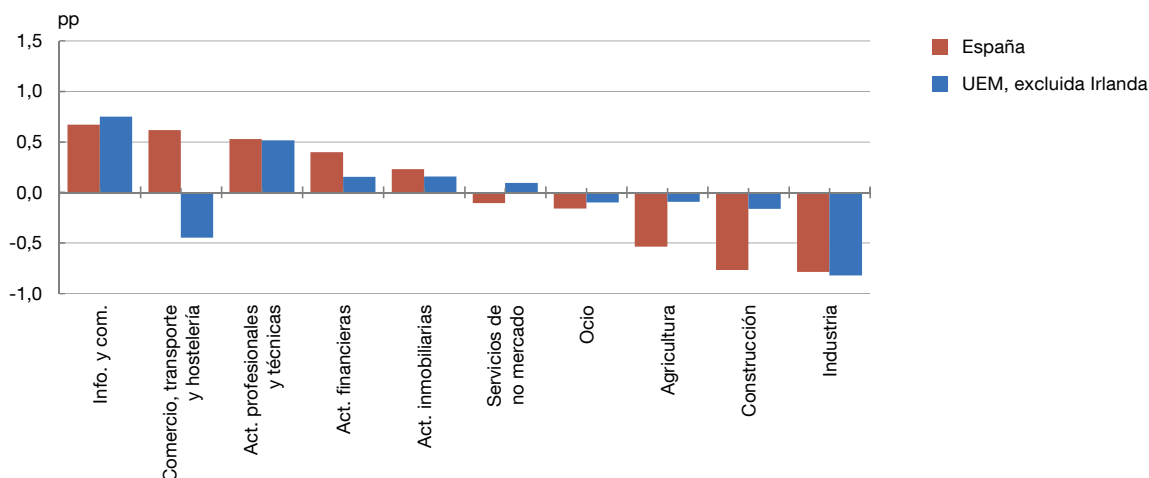
51 González-Díez y Moral-Benito (2019).

52 En particular, el peso de las ramas de comercio, transporte y hostelería en el VAB total aumentó 0,6 pp entre 2019 y 2023 en España, frente a la caída de 0,4 pp de la UEM. En términos de horas trabajadas, el descenso registrado en España (–0,9 pp entre 2019 y 2023) ha sido relativamente similar al registrado en la UEM (–0,6 pp), lo que ha redundado en un aumento significativo de la productividad por hora en España en estas ramas (+7 %), frente al leve aumento registrado en la UEM (+0,5 %). Para una descripción más detallada de la evolución del empleo por ramas desde 2019, véase el capítulo 3 de este Informe.

Gráfico 1.16

La estructura productiva de la economía española ha evolucionado hacia una mayor terciarización

1.16.a Variación de los pesos en el VAB entre 2023 y 2019



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

- La evolución de la inflación a lo largo de 2023 estuvo marcada por la desaceleración de los precios del componente energético. En concreto, la caída de los precios de consumo energético fue del 16,1 % en la media de 2023, lo que contrasta con el intenso incremento que se había registrado en este componente en 2022 (+27,6 %). Esto se explica tanto por el abaratamiento del petróleo, del gas y de la electricidad en los mercados mayoristas como por los efectos base relacionados con los fuertes incrementos registrados en 2022⁵³.
- La evolución de los precios de los alimentos en España también contribuyó a la desaceleración de la inflación general. En concreto, la inflación de los precios de los alimentos alcanzó su máximo desde el comienzo de la UEM en febrero de 2023 (15,7 % en términos interanuales). Desde entonces, inició una senda de paulatina desaceleración que estaría explicada por la menor presión en los costes de los insumos, reflejada en la moderación de los precios de producción interior y de importación de los alimentos y bebidas⁵⁴. No obstante, la incidencia de unas condiciones climatológicas adversas para la producción de determinados alimentos —por ejemplo, frutas, hortalizas y aceite de oliva— habría contribuido a una cierta resistencia a la baja en sus precios en el tramo final de 2023 y en los primeros meses de 2024.

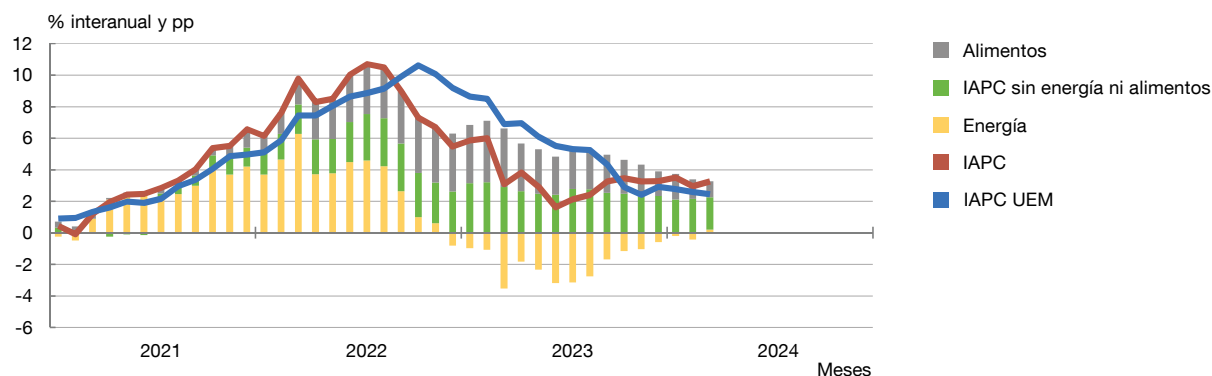
⁵³ Además, a comienzos de 2023 se incorporó la parte relativa al mercado libre a la medición de los precios del gas y de la electricidad.

⁵⁴ En este sentido, la traslación de la evolución de los precios en los primeros estadios de la producción a los precios de consumo de los alimentos sucede con un retardo de hasta doce meses (Borralló, Cuadro-Sáez y Pérez, 2022).

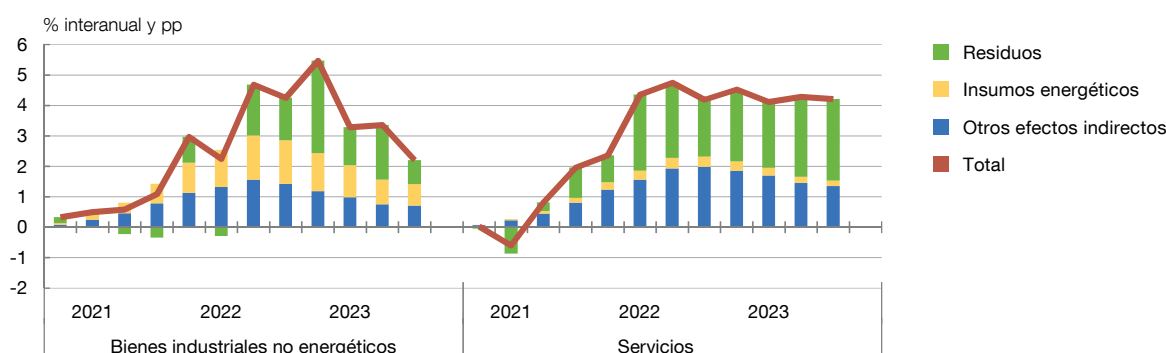
Gráfico 1.17

En España, la inflación ha proseguido su senda de desaceleración a lo largo de 2023, debido, principalmente, al componente energético

1.17.a IAPC y contribuciones



1.17.b Efectos directos e indirectos de la energía en la evolución de la inflación de bienes industriales no energéticos y de servicios (a)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Los efectos de un incremento en los precios de la energía sobre los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se estiman según el modelo ONKIO propuesto en Aguilar, Domínguez-Díaz, Gallegos y Quintana (2024). Se considera una perturbación similar a la observada entre 2021 y 2023 en los precios de la energía.



- En todo caso, la evolución de la inflación general en España se ha visto condicionada de forma significativa por las medidas aprobadas (o prorrogadas) por el Gobierno en respuesta al repunte inflacionista. En conjunto, estas medidas han ayudado a contener el nivel de precios en determinados componentes de la cesta de consumo, si bien su impacto sobre la inflación general en 2023 fue reducido, debido a la reversión de algunas de las medidas relacionadas con los precios de la energía⁵⁵ (véase cuadro 1.1).
- El diferencial negativo de 2 pp registrado en 2023 entre la inflación en España y en el conjunto de la UEM se debió, principalmente, a la desaceleración de los precios energéticos,

55 Entre las medidas con mayor efecto en la inflación, sobresale la eliminación del descuento de 0,2 €/l en los carburantes a partir de enero del pasado año, lo cual habría añadido 0,4 pp a la inflación de 2023. También destacan, aunque en sentido opuesto, las rebajas del tipo del IVA a determinados alimentos y las subvenciones al transporte, que habrían detraído, cada una, 0,2 pp al incremento de precios en ese mismo año.

Cuadro 1.1

Las autoridades han presentado un amplio programa de medidas destinado a contrarrestar los efectos del encarecimiento de diversos bienes y servicios sobre las rentas de hogares y empresas. En su conjunto, estas medidas habrían tenido un coste presupuestario de entre 48.300 mm y 57.100 mm de euros durante el período 2021-2025 (entre un 3,5 % y un 4,1 % del PIB)

Medidas de apoyo a hogares y empresas en respuesta a la crisis energética y a la inflación (a)

	Fecha inicio	Vencimiento esperado	Carácter focalizado	Coste presupuestario durante 2021-2025 (millones de euros)
(1) Medidas de ingresos				[-29.550, -25.850]
IVA: Reducción temporal del tipo de la electricidad	1.7.2021	31.12.2024	No	[-7.000, -6.000]
IEE: Reducción temporal del tipo a la electricidad	1.9.2021	30.6.2024	No	[-5.000, -4.000]
IVA: Reducción temporal del tipo del gas	1.10.2022	31.3.2024	No	[-650, -550]
IVA: Rebaja temporal en el tipo de los alimentos	1.1.2023	30.6.2024	No	[-3.400, -2.900]
IRPF: Deducción rentas trabajo, rebaja autónomos, rebajas regionales (b)	1.1.2023	Permanente	Parcialmente	[-13.500, -12.400]
(2) Medidas de gastos				[22.450, 27.550]
Bonificación al carburante para hogares y profesionales del transporte (c)	1.4.2022	31.12.2023	No	[6.500, 7.500]
Transferencia a empresas afectadas por el alza de precios energéticos (d)	1.4.2022	31.12.2023	Sí	[3.500, 4.500]
Cheque de 200 € a hogares vulnerables (ambos paquetes)	1.7.2022	31.12.2023	Sí	[400, 500]
Aumento del 15 % en las pensiones no contributivas (incluyendo IMV)	1.4.2022	Permanente	Sí	[1.000, 1.600]
Subvención al transporte público (e)	1.9.2022	31.12.2024	No	[4.000, 5.000]
Ampliación de becas a estudiantes	1.9.2022	31.12.2022	Sí	[350, 450]
Subvenciones al sector eléctrico/gas destinadas a rebajar factura (f)	1.9.2023	31.12.2022	No	[6.000, 7.000]
Bono social térmico	1.10.2022	Permanente	Sí	[700, 1.000]
(2-1) Recursos totales				[48.300, 57.100]
(3) Otras medidas sin coste presupuestario directo				
Suspensión del IVPEE (g)	1.7.2021	31.12.2023		
Excepción ibérica	1.10.2021	31.12.2022		
Tope al precio del butano	15.6.2022	31.12.2023		
Tope al incremento de alquileres	1.4.2022	31.12.2023		

FUENTE: Banco de España a partir de información del Gobierno de España, la Intervención General de la Administración del Estado, la Agencia Tributaria, el Instituto de Estudios Fiscales, la Encuesta de Presupuestos Familiares y la Encuesta Financiera de las Familias.

- a La estimación del impacto presupuestario de estas medidas está sujeta a incertidumbre y se revisa continuamente en función de la nueva información disponible.
- b Incluye el anuncio del incremento en la deducción por rendimientos del trabajo con efectos desde 2024.
- c Se estima que en torno a un 50 %-60 % de esta bonificación la recibirían los hogares. Se incluye la extensión desde el 1 de enero de 2023 hasta el 31 de diciembre de 2023 para profesionales del transporte.
- d Incluye ayudas a empresas y sectores afectados por el alza de precios de la energía y por la sequía.
- e Incluye subvención Interrail.
- f Incluye el subsidio extraordinario al sector eléctrico (desde el 1 de septiembre de 2022), asunción déficit TUR de gas (desde el 1 de octubre de 2022) y flexibilización de la contratación de electricidad y gas (desde el 1 de enero de 2023).
- g La supresión temporal del IVPEE no se considera que tenga efecto presupuestario directo, dado que su recaudación se destina legalmente a cubrir costes del sector eléctrico.

que fue más acusada en España que en la zona del euro. Esto fue así, fundamentalmente, porque la traslación de los precios de los mercados mayoristas de la electricidad a los precios de consumo es más rápida en España que en la mayoría de los países europeos, tal y como se ha comentado anteriormente. No obstante, cabe destacar que, en los meses más recientes, el diferencial de precios se ha vuelto positivo, especialmente en los componentes relacionados con la energía y los alimentos.

La inflación subyacente inició a principios de 2023 una senda de desaceleración gradual, pero se mantiene en tasas aún elevadas y con una cierta heterogeneidad entre las diferentes rúbricas.

- La inflación subyacente —medida por el IAPC sin energía ni alimentos— alcanzó una tasa máxima del 5,2 % en febrero de 2023. Posteriormente, inició una senda descendente que la ha llevado hasta el 3,5 % a finales de año. Así, su nivel medio alcanzó el 4,1 % en 2023, 0,3 pp más alta que la del año anterior y 0,8 pp menor que la registrada en el conjunto de la UEM en 2023, si bien esta brecha se fue cerrando en la segunda mitad del año.
- La evolución de la inflación de los bienes industriales no energéticos (BINE) habría estado influida, fundamentalmente, por las oscilaciones registradas en los precios de los insumos energéticos. De este modo, en línea con la moderación de los precios de la energía iniciada a finales de 2022, la inflación de los BINE registró una desaceleración relativamente acusada a lo largo de 2023 (véase gráfico 1.17.b).
- La inflación de los servicios, cuya producción es menos intensiva en el uso de la energía y más dependiente del factor trabajo y de otros insumos no energéticos, habría reflejado, en mayor medida, los denominados efectos indirectos y de segunda vuelta asociados al incremento de los costes de producción —salariales y no salariales— en un contexto inflacionario. Por lo tanto, los precios de los servicios habrían experimentado una senda de desaceleración menos acusada que la correspondiente a los BINE (véase gráfico 1.17.b)⁵⁶.

En comparación con las previsiones disponibles a finales de 2022, la senda de desaceleración de la inflación durante 2023 fue más acusada de lo inicialmente previsto, debido, principalmente, a las caídas no anticipadas que registraron los precios de la energía, que más que compensaron las leves sorpresas al alza en la inflación de los alimentos y de los servicios.

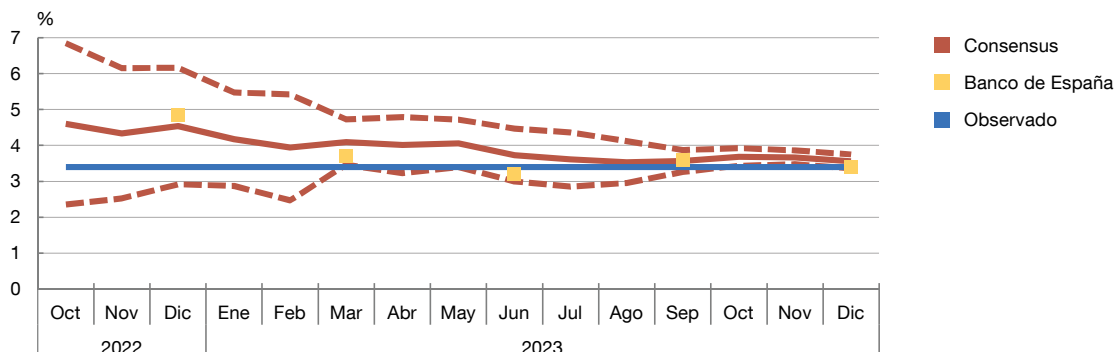
- Las perspectivas sobre la inflación general en España —aproximada por la tasa interanual media del IAPC— en 2023 fueron revisándose a la baja desde finales de 2022. En particular, de acuerdo con el ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2022, la tasa de inflación prevista para el promedio de 2023 era del 4,9 %, mientras que la mediana de las previsiones de inflación de los analistas se situaba, en esa misma fecha, en el 4,5 %. Sin embargo, estas previsiones fueron revisándose a la baja a lo largo de 2023, hasta situarse, en diciembre de 2023, en el 3,6 % en el caso de la mediana de los analistas y en el 3,4 % en el caso de las proyecciones del Banco de España, coincidiendo con la cifra finalmente registrada (véase gráfico 1.18.a).
- El abaratamiento de los precios de la energía —significativamente más acusado de lo esperado— fue el principal factor detrás de las revisiones a la baja en las previsiones de inflación a lo largo de 2023. En particular, los precios de las materias primas energéticas

56 Los efectos directos e indirectos de la energía en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se estiman según Aguilar, Domínguez-Díaz, Gallegos y Quintana (2024).

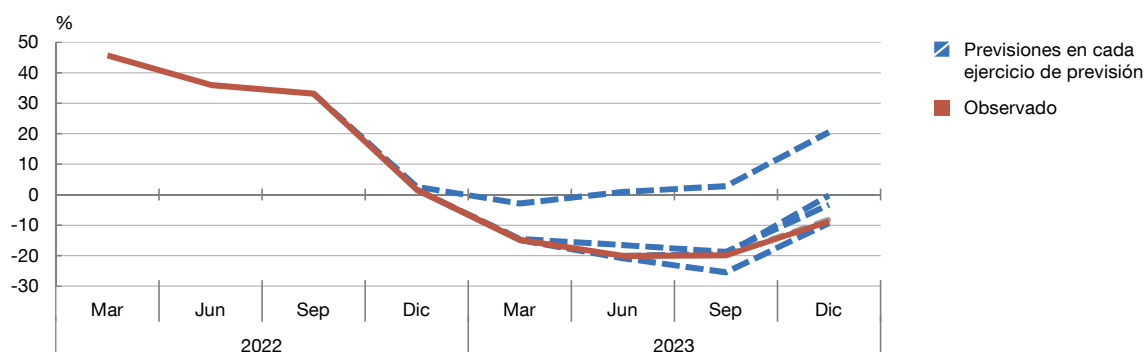
Gráfico 1.18

La senda de desaceleración de la inflación a lo largo de 2023 fue más acusada de lo previsto a finales de 2022, debido, principalmente, a las caídas no anticipadas que registraron los precios de la energía

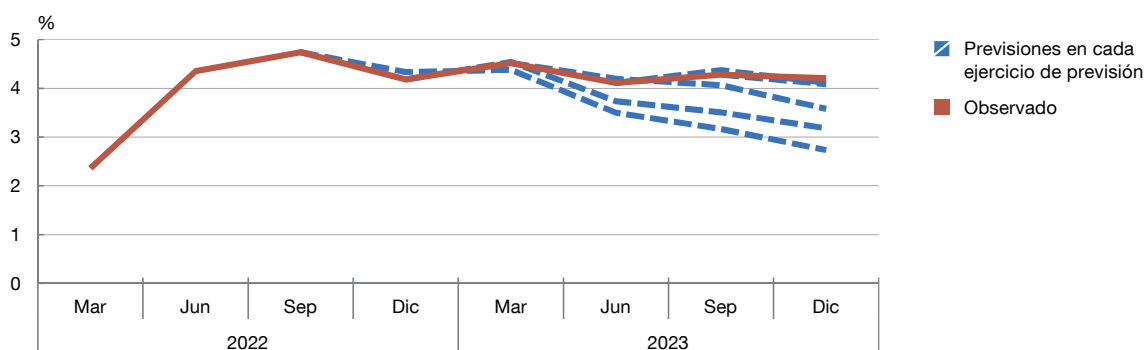
1.18.a Inflación: tasa promedio del IAPC prevista para 2023 desde finales de 2022 (a)



1.18.b IAPC energía: sendas proyectadas al cierre de cada ejercicio de previsión (b)



1.18.c IAPC servicios: sendas proyectadas al cierre de cada ejercicio de previsión (b)



FUENTES: Consensus, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a** Las líneas punteadas representan el máximo y el mínimo entre las instituciones que forman parte del panel de Consensus.
b Las líneas punteadas se refieren a las sendas proyectadas en los ejercicios de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2022, marzo de 2023, junio de 2023 y diciembre de 2023.



- que alcanzaron su pico en la segunda mitad de 2022— experimentaron en el transcurso de 2023, y fundamentalmente durante los meses de invierno, una caída sustancialmente más intensa de lo anticipado por los mercados de futuros, especialmente en el caso del gas natural. Entre los factores que se encuentran detrás de estos desarrollos, cabe destacar el elevado nivel de inventarios de gas natural de la UE —junto con un incremento del suministro de países alternativos a Rusia—, las temperaturas más suaves de lo esperado durante el invierno —lo que redujo la demanda de energía a escala global— y el incremento hasta cifras récord de la producción de electricidad con fuentes de energía renovables en el caso de España⁵⁷ —también relacionado con unas condiciones climatológicas más favorables de lo esperado para la generación de energía renovable—. Como resultado de estos desarrollos, se produjo en España un notable e inesperado descenso de los precios de la electricidad, de modo que los precios de consumo del componente de energía del IAPC descendieron, en el promedio de 2023, un 16,1 %, frente a los ligeros incrementos que se anticipaban a finales de 2022 (véase gráfico 1.18.b).
- En el caso de los precios de los alimentos, si bien algunas medidas no contempladas en las proyecciones de diciembre de 2022 —como la reducción del IVA sobre algunos alimentos esenciales—⁵⁸ contribuyeron a contener la inflación de los alimentos en mayor medida de lo anticipado, otros factores presionaron al alza estos precios a lo largo de 2023 con una mayor intensidad de lo esperado a finales de 2022. Por un lado, el encarecimiento de las materias primas agrícolas y de otros insumos de producción se habría trasladado a los precios de producción y de importación de alimentos con una intensidad mayor que la esperada a finales de 2022. Por otro lado, durante la segunda mitad de 2023, las condiciones climatológicas adversas para la producción de determinados productos alimentarios habrían contribuido a ralentizar levemente la desaceleración que se esperaba en los precios de consumo.
 - La inflación subyacente —aproximada por la tasa del IAPC sin energía ni alimentos— experimentó, en el transcurso de 2023, una persistencia ligeramente más elevada respecto a lo anticipado a finales de 2022. En un contexto en el que los precios de los BINE evolucionaron en línea con lo previsto a finales de 2022⁵⁹, las leves sorpresas al alza en la inflación subyacente se debieron, fundamentalmente, a una resistencia a la baja más

57 En particular, el porcentaje de electricidad producida con fuentes de energía renovables se situó en el 50,3 % en el conjunto de 2023, por encima del 42 % registrado en 2022.

58 El Real Decreto-ley 20/2022, de 27 de diciembre, redujo el tipo del IVA del 4 % al 0 % hasta junio de 2023 para los siguientes alimentos: pan, harinas panificables, leche, queso, huevos, frutas frescas, hortalizas frescas, legumbres, patatas y cereales. Asimismo, se redujo el tipo del IVA del 10 % al 5 % para los aceites y para las pastas alimenticias. Esta medida fue sucesivamente prorrogada por el Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, y por el Real Decreto-ley 8/2023, de 27 de diciembre, y, de acuerdo con la información más reciente, finalizará su vigencia en junio de 2024. Todas estas medidas contribuyeron a reducir los precios de consumo de los alimentos y no estaban contempladas en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2022.

59 La ausencia de sorpresas significativas en la evolución de los precios de los BINE, en un momento de acusadas sorpresas a la baja en los precios de la energía, podría apuntar a una traslación de los costes energéticos a los precios de producción y consumo menos intensa de lo esperado a finales de 2022. No obstante, la cuantificación de dicha traslación resulta muy compleja, especialmente en un entorno, como el actual, en el que confluyen factores de diversa índole no anticipados a finales de 2022 y que condicionan el proceso de fijación de precios con efectos de signo opuesto. En particular, además de la evolución de los precios de la energía, cabe destacar algunos cambios metodológicos introducidos por el INE en el cómputo del IAPC y las oscilaciones en los precios del resto de los insumos no energéticos.

intensa de lo esperado en el caso de los precios de los servicios (véase gráfico 1.18.c)⁶⁰, que podría deberse a dos factores principales: por un lado, a la fortaleza registrada en la demanda de servicios —especialmente aquellos relacionados con ocio, turismo y restauración—, que experimentó un dinamismo más acusado de lo inicialmente previsto (véase recuadro 1.1), lo que habría contribuido a una desaceleración menos intensa de lo anticipado en sus precios; y, por otro, al relativamente elevado peso del factor trabajo en las ramas de servicios, unido a un mayor dinamismo de lo que se esperaba en la remuneración por asalariado —tal y como se discute a continuación—.

La remuneración por asalariado aumentó de forma significativa en 2023 —por encima de lo inicialmente previsto y de los salarios pactados en convenio—, si bien el impacto correspondiente sobre las presiones inflacionarias nacionales —medidas por la tasa de aumento del deflactor del valor añadido— se vio amortiguado por la ralentización de los excedentes unitarios.

- El deflactor del valor añadido aumentó en algo más de 1 pp su tasa de crecimiento medio anual, hasta el 5,7 %, aunque exhibió una senda decreciente en 2023. Esta evolución fue el resultado de la apreciable moderación en el ritmo de avance del excedente bruto de explotación (EBE) unitario, frente al repunte de los CLU (véase gráfico 1.19).
- La remuneración por asalariado de la economía de mercado registró un crecimiento del 6,3 % en el promedio de 2023, frente al avance del 4,4 % registrado en 2022. Además, este acusado incremento de 2023 se situó significativamente por encima de lo previsto en diciembre de 2022 —del 4,1 %— y de los incrementos pactados en convenio —que cerraron 2023 con una tasa del 3,5 %—, lo que podría reflejar cambios en la dinámica salarial asociados al tensionamiento del mercado laboral, especialmente en determinados sectores. En un entorno de débil comportamiento de la productividad, este repunte de la remuneración presionó al alza los CLU, que siguieron una trayectoria ascendente a lo largo de 2023⁶¹.
- La evolución del EBE unitario tuvo su reflejo en la senda observada del margen empresarial medido como la ratio EBE/VAB de la Contabilidad Nacional, el cual experimentó un descenso en 2023 que fue, además, relativamente generalizado entre ramas⁶². Sin embargo, el margen de explotación, aproximado como la ratio entre el resultado económico bruto

60 Nótese que esta mayor resistencia se produjo en un contexto en el que la prórroga y la aprobación de nuevas medidas relacionadas con el transporte público —no anticipadas en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2022— habrían generado sorpresas a la baja en la inflación de los servicios. En particular, el Real Decreto-ley 20/2022, de 27 de diciembre, estableció la gratuidad en los títulos multiviaje para viajeros recurrentes por carretera, competencia de la Administración General del Estado, y prorrogó los descuentos del 30 % financiados por el Gobierno en los abonos y títulos multiviaje en servicios de transporte colectivo terrestre urbano e interurbano —si bien estos últimos quedaron supeditados al aporte de un 20 % adicional por parte de las CCAA o los ayuntamientos—. En el ejercicio de previsiones de diciembre de 2022 se consideró el supuesto de la extensión del mencionado 30 %, pero no del 20 % adicional aportado por las CCAA o los ayuntamientos.

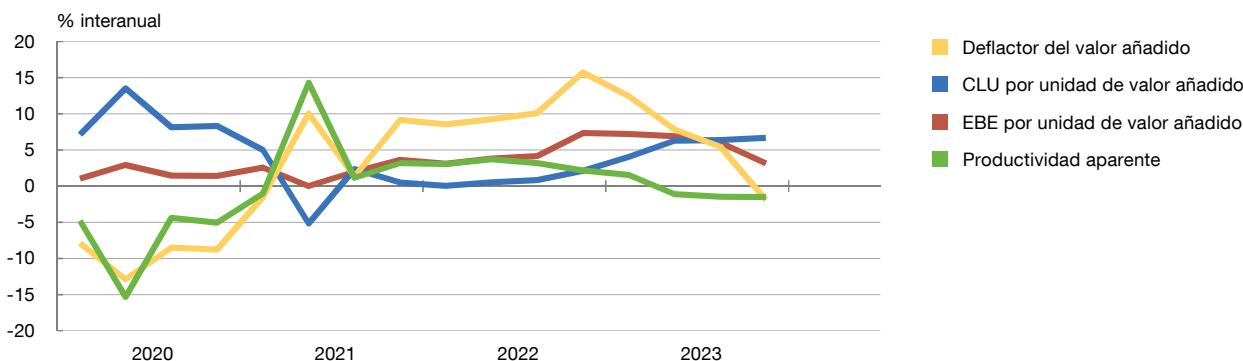
61 Véase el capítulo 3 de este Informe para un análisis de las causas potenciales de una divergencia en la evolución del salario real y de la productividad laboral.

62 Esta evolución fue coherente con la información procedente de la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral del Banco de España. Véase Observatorio de Márgenes Empresariales (2024).

Gráfico 1.19

Los CLU aumentaron de forma significativa en 2023, en un contexto de caídas de la productividad, mientras que los excedentes unitarios registraron una acusada ralentización

1.19.a Deflactor del valor añadido. Total economía



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

(REB) y la cifra de negocios, mostró un perfil de recuperación intensa a lo largo del año, lo que, unido al avance de la facturación de las empresas, redundó en incrementos en los excedentes empresariales agregados⁶³.

- Una vez absorbido el impacto de las perturbaciones por el lado de la oferta sobre los costes de algunos insumos, el tensionamiento del mercado laboral y el repunte de los CLU estarían ganando un mayor peso relativo como factores determinantes de la inflación, con un impacto que podría exhibir un mayor grado de persistencia en un futuro⁶⁴.
- En todo caso, cabe destacar que el incremento registrado en las rentas laborales de los hogares habría contribuido a que el efecto del aumento acumulado de los tipos de interés sobre la vulnerabilidad de estos haya sido limitado, mientras que la evolución favorable de los beneficios corporativos habría limitado ligeramente el aumento del porcentaje de empresas que pueden considerarse vulnerables según su presión financiera en 2023 (véase recuadro 1.2).

De cara a los próximos trimestres, en un entorno en el que las perspectivas económicas y financieras globales son relativamente favorables, se prevé que la economía española continúe registrando un notable grado de dinamismo y se prolongue la senda de moderación de la inflación⁶⁵.

⁶³ El margen sobre la cifra de negocios permite analizar la traslación de los costes de producción a los precios de venta, mientras que el margen sobre el VAB es informativo sobre el reparto de excedentes entre factor capital y factor trabajo. De este modo, la reducción que los costes energéticos y otras materias primas experimentaron en 2023 contribuyó a la recuperación de los márgenes sobre ventas, mientras que la subida de los salarios redundó en una reducción del margen sobre VAB. Para más detalles, véase Banco de España (2024c).

⁶⁴ Ghomi, Hurtado y Montero (2024).

⁶⁵ Para más detalles, véase Banco de España (2024d).

- Las perspectivas acerca del entorno económico y financiero global son relativamente positivas, en términos generales. En particular, las previsiones de crecimiento mundial contemplan una cierta estabilización en el grado de dinamismo de la actividad —si bien en tasas de avance que son modestas en términos históricos y con heterogeneidad entre áreas geográficas—, a la par que se prevé una continuación de la senda de moderación de la inflación a escala mundial. En consonancia con estas previsiones, los mercados financieros internacionales descuentan bajadas de los tipos de interés oficiales a lo largo de 2024 por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, lo que redundará en unas condiciones financieras más holgadas.
- En el caso de la economía española, la actividad económica estaría mostrando, al inicio de 2024, un grado de dinamismo ligeramente inferior al registrado a finales de 2023, aunque se espera una suave aceleración a lo largo del año, en consonancia con la senda de moderación de la inflación (y la consiguiente recuperación de las rentas reales de los agentes), la reactivación paulatina que se anticipa para la economía europea y el impulso proveniente del despliegue de proyectos financiados a cargo del programa NGEU.
- Respecto a la inflación, tras el leve repunte registrado en el primer mes del año⁶⁶, la inflación general se ha mantenido, en los primeros meses de 2024, en tasas similares a las observadas al cierre del pasado año. Por su parte, la inflación subyacente habría prolongado su senda de desaceleración, mientras que los precios de los alimentos han mostrado una cierta resistencia a la baja. De cara a los próximos meses, se espera que la inflación reanude su senda descendente, como reflejo de una moderación gradual en el componente de alimentos y en la inflación subyacente, que más que compensaría la estabilización que mostrará la contribución del componente energético.
- En todo caso, la incertidumbre acerca de estas perspectivas económicas es muy elevada. La principal fuente de riesgo procede de las perturbaciones vinculadas con los conflictos bélicos de la Franja de Gaza y de Ucrania. En particular, no pueden descartarse escenarios más adversos que el actual, en el que la persistencia de estas tensiones o una eventual escalada de estas diesen lugar a perturbaciones de oferta más negativas que presionaran al alza la inflación y a la baja la actividad. Otra fuente de incertidumbre relevante es la posibilidad de que los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad y los precios terminen siendo mayores de lo previsto⁶⁷.

Un elemento de incertidumbre especialmente relevante de cara a las perspectivas de la economía española procede de la vulnerabilidad relacionada con la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en un contexto de reactivación de las reglas fiscales a escala europea.

66 Este repunte se debió, principalmente, al impacto de la reversión parcial de algunas de las medidas impositivas implementadas por el Gobierno para mitigar los efectos del repunte inflacionista. En concreto, el IVA de la electricidad y del gas pasó del 5 % al 10 % el 1 de enero de 2024, y el impuesto especial sobre la electricidad, del 0,5 % al 2,5 %.

67 Dados los considerables retardos entre las acciones de política monetaria y su efecto en la actividad y en la inflación, el impacto máximo de la subida de tipos de interés sobre la economía real se espera que haya superado su pico en el transcurso de 2024. Para más detalles, véase Banco de España (2023b).

- A lo largo de los últimos años se han acentuado los desequilibrios en las cuentas públicas, en términos tanto de déficit estructural como de deuda pública, hasta situarse en niveles muy elevados. La respuesta de la política fiscal a la crisis provocada por la pandemia y al repunte inflacionista asociado a la invasión rusa de Ucrania se tradujo en un deterioro sustancial de las cuentas públicas en España. Una vez superadas las fases más agudas de ambos episodios, la evolución más reciente del consumo público apunta a una incipiente consolidación de parte del aumento del gasto público asociado a estos, que habría redundado en un aumento del déficit estructural desde 2019, pese al notable avance de los ingresos⁶⁸. Por su parte, el reciente descenso de la ratio de deuda pública —desde su máximo del 120 % del PIB alcanzado en 2020— ha descansado en la aportación del crecimiento del producto nominal —impulsado, sobre todo, por la reapertura de la economía en 2021 y por el repunte de los precios en 2022 y 2023—, que habría más que compensado los aumentos de la deuda provocados por el déficit presupuestario y el pago de intereses⁶⁹.
- A este respecto, el mantenimiento de ratios de deuda pública muy elevadas durante períodos prolongados reduce los márgenes de actuación contracíclicos de la política fiscal para hacer frente a perturbaciones macroeconómicas adversas y genera una vulnerabilidad ante cambios del sentimiento inversor de los mercados⁷⁰.
- Además, de cara al futuro, diversos factores ejercerán notables presiones sobre los niveles de gasto de las AAPP y, por ende, sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por un lado, el profundo cambio demográfico en el que la población española está inmersa supondrá, en las próximas décadas, un apreciable aumento del gasto en pensiones, pero también del gasto en sanidad y en cuidados de larga duración. Por otro lado, las nuevas necesidades de inversión vinculadas a las transiciones digital y verde, así como los compromisos adquiridos en términos de gasto en defensa, también impulsarán, de forma notable, las necesidades de gasto público. Finalmente, si bien el endurecimiento de la política monetaria ha tenido un impacto acotado sobre la carga financiera de las AAPP por el momento —debido al alargamiento de la vida media de la deuda desde 2013 y a los crecimientos tan elevados del PIB nominal estos últimos años—, esta podría elevarse de forma significativa en los próximos años, a medida que los vencimientos se vayan refinanciando a tipos de interés más elevados y los ritmos de avance del producto en términos nominales se estabilicen en niveles inferiores a los actuales⁷¹.

68 En concreto, se estima que el déficit estructural se habría situado en el 3,7 % del PIB en 2023, frente al 3,1 % de 2019 y el 4,2 % de 2022.

69 En particular, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, de la mejora acumulada en la ratio de deuda pública sobre PIB de 13 pp entre 2020 y 2023, la contribución del avance del denominador sería de 30 pp, que más que compensaría las contribuciones del saldo estructural primario y de los pagos por intereses, que, para el acumulado de ese período, elevarían dicha ratio en 8 pp y 7 pp, respectivamente.

70 Para más detalles, véase Hernández de Cos, López-Rodríguez y Pérez (2018).

71 En concreto, la ratio de carga financiera sobre PIB de las AAPP de 2023 se ha elevado solo en 0,3 pp, con respecto al mínimo del 2,1 % registrado en 2021, pero, según los tipos de interés futuros esperados por el mercado incluidos en el último ejercicio de proyecciones del Banco de España, la ratio de carga financiera sobre PIB podría elevarse hasta el 2,8 % en 2026.

- En este contexto, la activación de las nuevas reglas fiscales europeas exigirá el diseño y la implementación de un plan de consolidación fiscal a medio plazo que permita la corrección del déficit público estructural y, por ende, la reducción de la deuda pública. Si bien el impacto económico de dicho plan de ajuste es incierto —pues dependerá críticamente de cómo se diseñe—, su implementación generaría, previsiblemente, un menor grado de dinamismo de la actividad a corto plazo. No obstante, si este plan se acompañara de una composición del gasto y los ingresos públicos más favorable al crecimiento y de las reformas necesarias para mejorar la dinámica de la productividad y el aumento de la tasa de empleo, su efecto positivo sobre el crecimiento potencial de la economía reforzaría la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas. De este modo, se reduciría de forma notable la probabilidad de que se materializasen escenarios adversos con consecuencias negativas sobre el crecimiento económico y el bienestar de la ciudadanía. Para más detalles sobre este y otros retos estructurales que condicionarán el devenir de la economía española en los próximos años, véase el capítulo 2 de este Informe.

Bibliografía

- Aguilar, Pablo, Rubén Domínguez-Díaz, José-Elías Gallegos y Javier Quintana. (2024). "A Production Network Perspective on Inflation Developments". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Alonso, Irma. (2024). "Desarrollos recientes en el mercado del petróleo". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, 03. <https://doi.org/10.53479/35994>
- Alonso, Irma, Daniel Santabárbara y Marta Suárez-Varela. (2023). "Los posibles efectos globales de un menor crecimiento en China y sus canales de transmisión". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 06. <https://doi.org/10.53479/35612>
- Balladares, Sofía, y Esteban García-Miralles. (2024). "Progresividad en frío. El impacto heterogéneo de la inflación sobre la recaudación por IRPF". Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.
- Balteanu, Irina, y Francesca Viani. (2023). "La dependencia energética de la Unión Europea y de España". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 02. <https://doi.org/10.53479/30252>
- Banco Central Europeo. (2024). *Cambios en el marco operativo para la aplicación de la política monetaria* [Nota de prensa]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240313~807e240020.es.html>
- Banco de España. (2023a). "Capítulo 2. Riesgos y capacidad de resistencia del sector financiero". En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2023*, pp. 79-115. <https://doi.org/10.53479/33559>
- Banco de España. (2023b). "Capítulo 3. El episodio actual de tensiones inflacionistas en el área del euro, la respuesta de la política monetaria y sus efectos". En Banco de España, *Informe Anual 2022*, pp. 152-200. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29657>
- Banco de España. (2023c). "Recuadro 1.1. La desaceleración de la actividad del sector inmobiliario en China y sus potenciales canales de transmisión domésticos e internacionales". En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2023*, pp. 65-70. <https://doi.org/10.53479/33559>
- Banco de España. (2023d). "Recuadro 2.1. Adaptación de la cartera de renta fija del sector bancario español ante la subida de los tipos de interés". En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2023*, pp. 116-120. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/34679>
- Banco de España. (2024a). *Informe de Economía Latinoamericana. 2.º semestre 2023*. <https://doi.org/10.53479/36073>
- Banco de España. (2024b). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2024*. <https://doi.org/10.53479/36417>
- Banco de España. (2024c). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. 2.º semestre 2023*. <https://doi.org/10.53479/35992>
- Banco de España. (2024d). «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)». *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1. <https://doi.org/10.53479/36172>
- Borralló, Fructuoso, Lucía Cuadro-Sáez y Javier J. Pérez. (2022). "El aumento de los precios de las materias primas alimenticias y su traslación a los precios de consumo en el área del euro". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/22956>
- Burriel, Pablo, Iván Kataryniuk, Carlos Moreno Pérez y Francesca Viani. (2024). "A New Supply Bottlenecks Index Based on Newspaper Data". *International Journal of Central Banking*. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb24q3a2.pdf>
- Cuadrado, Pilar. (2023). "Un análisis de la evolución de las horas trabajadas por ocupado en España: desarrollos tendenciales y evolución reciente". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 14. <https://doi.org/10.53479/29650>
- De Soyres, Francois, Dylan Moore y Julio Ortiz. (2023). "Accumulated Savings During the Pandemic: An International Comparison with Historical Perspective". FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3326>
- Fernández, José Luis, José González Mínguez, Mario Izquierdo y Alberto Urtasun. (2023). "¿Cómo afectan las revisiones de la Contabilidad Nacional a la interpretación de la evolución de la economía española desde la pandemia?". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 08. <https://doi.org/10.53479/35652>
- Fernández-Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 10. <https://doi.org/10.53479/30209>

- Fernández-Cerezo, Alejandro, Iván Kataryniuk y Francisco José Rodríguez. (2023). “La mayor resiliencia de la economía española frente al área del euro en 2023: el papel de la composición sectorial”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 03. <https://doi.org/10.53479/33832>
- García Esteban, Coral, Ana Gómez Loscos y César Martín-Machuca. (2023). “El comportamiento reciente de las exportaciones de bienes. Algunos factores explicativos”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 10. <https://doi.org/10.53479/33331>
- García Esteban, Coral, y Blanca Jiménez-García. (2024). “La reactivación del turismo internacional en España: algunos factores explicativos”. *Boletín Económico - Banco de España*. De próxima publicación.
- García-Miralles, Esteban. (2023). “Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>
- García-Miralles, Esteban, y Jorge Martínez-Pagés. (2023). “Los ingresos públicos tras la pandemia: residuos fiscales e inflación”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 16. <https://doi.org/10.53479/29732>
- García-Posada, Miguel, y Peter Paz. (2024). “The transmission of monetary policy to credit supply in the euro area”. Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Ghomi, Morteza, Samuel Hurtado y José Manuel Montero. (2024). “Análisis de la dinámica reciente de la inflación en España. Un enfoque basado en el modelo de Blanchard y Bernanke (2023)”. Documentos Ocasionales, 2404, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/36093>
- González-Díez, Víctor, y Enrique Moral-Benito. (2019). “El proceso de cambio estructural de la economía española desde una perspectiva histórica”. Documentos Ocasionales, 1907, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/8809>
- Hernández de Cos, Pablo. (2023). *Factores de competitividad del sector turístico*. X Foro de Innovación Turística. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/actualidad-banco-espana/gob-hotusa-2024.html>
- Hernández de Cos, Pablo, David López-Rodríguez y Javier J. Pérez. (2018). “Los retos del desapalancamiento público”. Documentos Ocasionales, 1803, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/6403>
- Leiva-Leon, Danilo, Jaime Martínez-Martín y Eva Ortega. (2022). “Exchange Rate Shocks and Inflation Co-movement in the Euro Area”. *International Journal of Central Banking*, 18(1), pp. 239-275. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb22q1a6.htm>
- Martínez Carrascal, Carmen. (2024). “La reacción de los hogares ante el repunte de los precios en España y en la UEM”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, 07. <https://doi.org/10.53479/36144>
- Martínez-Martín, Jaime. (2023). “¿Cuál es el tipo de interés del BCE relevante para mi crédito o hipoteca?”. *El blog del Banco de España*, 25 de octubre. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/cual-es-el-tipo-de-interes-del-bce-relevante-para-mi-credito-o-hipoteca-.html>
- Mayordomo, Sergio, e Irene Roibás. (2023). “La traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios”. Documentos Ocasionales, 2312, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/30254>
- Nuño, Galo. (2024). “¿Cómo afecta a su bolsillo la reducción del balance del banco central?”. *El blog del Banco de España*, 27 de febrero. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/como-afecta-a-su-bolsillo-la-reduccion-del-balance-del-banco-central-.html>
- Observatorio de Márgenes Empresariales. (2024). *Informe trimestral 2023 T3*. https://www.bde.es/f/webbe/INF/MenuHorizontal/Observatorio_margenes_empresariales/20231218_OME_T3.pdf
- Pérez-Montes, Carlos, y Alejandro Ferrer. (2018). “The impact of the interest rate level on bank profitability and balance sheet structure”. *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 35. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11231>
- Quintana, Javier. (2022). “Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21148>
- Svensson, Lars E. O. (1994). “Estimation and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994”. NBER Working Paper, w4871. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w4871>
- Viani, Francesca. (2024). “El impacto económico de las tensiones en el mar Rojo. Qué nos dice el índice de cuellos de botella del Banco de España”. *El Blog del Banco de España*, 31 de enero. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/el-impacto-economico-de-las-tensiones-en-el-mar-rojo--que-nos-dice-el-indice-de-cuellos-de-botella-del-banco-de-espana.html>

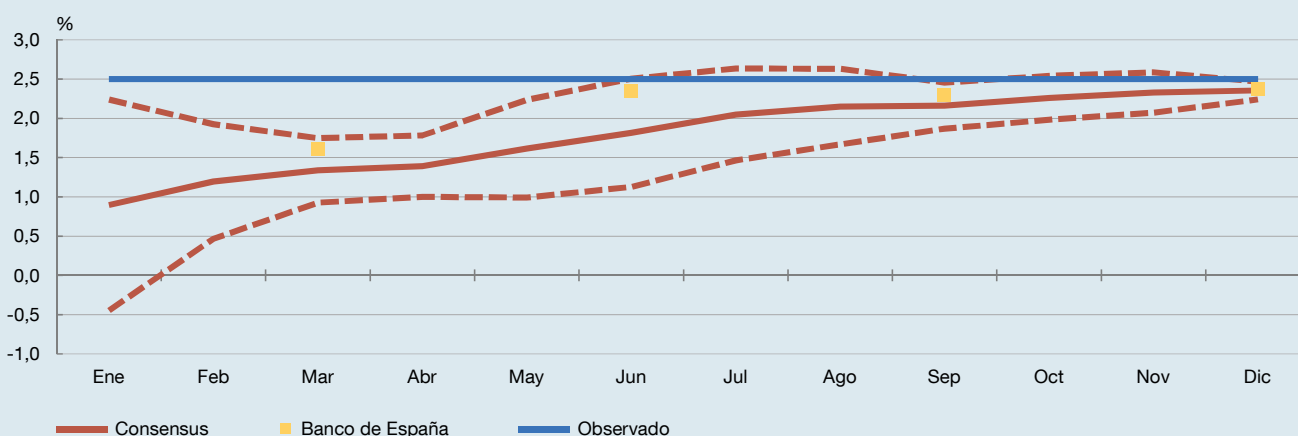
Recuadro 1.1

UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2023

En 2023, el crecimiento del PIB en España se situó en el 2,5 % en promedio anual, un ritmo de avance significativamente superior al previsto por el consenso de los analistas a principios de 2023 (véase gráfico 1). En este contexto, el presente recuadro analiza los diferentes factores que se hallan tras la desviación de 0,9 puntos porcentuales (pp) entre la tasa de crecimiento prevista para el promedio de 2023 en el ejercicio de proyecciones publicado por el Banco de España en marzo de 2023 —del 1,6 %¹— y la tasa finalmente registrada —del 2,5 %—. En particular, se cuantifican las contribuciones de los diferentes componentes de la demanda interna y de la demanda externa a las sorpresas registradas en el crecimiento del PIB en 2023, una vez descontado el efecto procedente de las revisiones estadísticas² —que reduce la magnitud de dichas sorpresas desde 0,9 pp hasta 0,5 pp, como se verá a continuación—.

En primer lugar, destaca la contribución de la nueva información correspondiente al año 2022 derivada de la publicación por parte del Instituto Nacional de Estadística (INE) de series revisadas de la Contabilidad Nacional. En particular, una parte de las diferencias entre la tasa de crecimiento promedio del PIB en 2023 disponible actualmente y la prevista en marzo de 2023 se debe a los cambios en la tasa de crecimiento de 2022 que se conocieron en el transcurso de 2023. Este resultado, conocido como «efecto arrastre», depende no solo de la revisión llevada a cabo en el crecimiento promedio de 2022, sino también del perfil trimestral a lo largo de dicho año³. En este sentido, de acuerdo con la última información disponible, el ritmo de avance del PIB en el promedio de 2022 fue del 5,8 % —frente al 5,5 % según la información disponible en marzo de 2023—. Además, las tasas de crecimiento intertrimestral en los dos últimos trimestres

Gráfico 1
Evolución de las previsiones para 2023 a lo largo del año. Tasas de variación del PIB (a)



FUENTES: Consensus y Banco de España.

a Las líneas discontinuas representan el máximo y el mínimo entre las instituciones que forman parte del panel de Consensus.

- Se considera la previsión de marzo de 2023 —en lugar de la correspondiente a diciembre de 2022— porque es la primera en la que se dispuso de información completa sobre el cierre de 2022, lo que permite analizar el papel de la nueva información que se fue conociendo en el transcurso de 2023 referida exclusivamente al año anterior.
- En particular, las series de la Contabilidad Nacional publicadas por el INE son revisadas y complementadas durante los tres años siguientes a medida que se va disponiendo de información adicional. De este modo, a lo largo de 2023 se publicaron revisiones de las series referidas al año 2022. Para más detalles, véase José Luis Fernández, José González Mínguez, Mario Izquierdo y Alberto Urtasun. (2023). “¿Cómo afectan las revisiones de la Contabilidad Nacional a la interpretación de la evolución de la economía española desde la pandemia?”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 08.
- En concreto, tasas de crecimiento más elevadas en la segunda parte del año tienen un impacto mayor sobre la actividad en el año siguiente. Para más detalles, véase José González Mínguez y Carmen Martínez Carrascal. (2019). “La relación entre las tasas de variación medias anuales y las intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2019.

Recuadro 1.1

UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2023 (cont.)

de 2022 también se revisaron significativamente al alza hasta el 0,5 % —frente al 0,2 % según la información disponible en marzo de 2023— (véase gráfico 2.a). Como consecuencia de estas revisiones, incluso si las tasas de crecimiento intertrimestral a lo largo de 2023 se hubieran mantenido sin cambios respecto a las previstas en marzo de 2023, el crecimiento del PIB en 2023 sería 0,4 pp superior, lo que explicaría casi la mitad de la desviación total de 0,9 pp (véase gráfico 2.b).

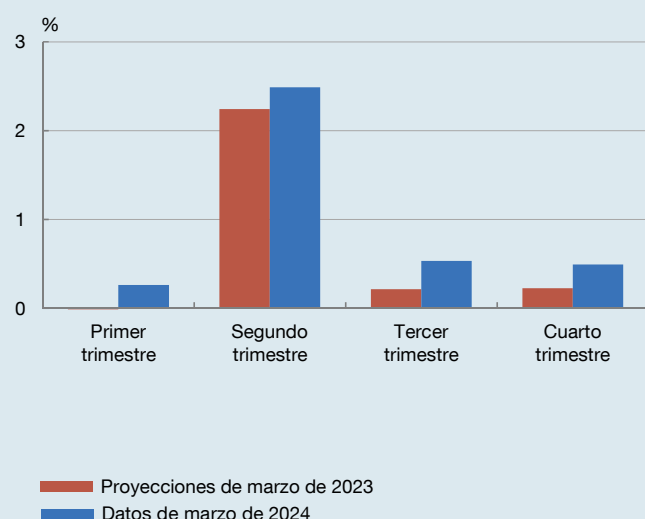
En segundo lugar, respecto a la evolución de la demanda interna, el consumo privado registró, en el conjunto de 2023, un grado de dinamismo mayor que el anticipado inicialmente. En concreto, la tasa de crecimiento promedio se situó en el 1,8 %, 0,6 pp por encima de lo previsto en marzo de 2023 (véase gráfico 3.a). Entre los diversos factores que explicarían esta sorpresa, cabe destacar los siguientes. Por un lado, la población creció con más intensidad de lo esperado. Así, en marzo de 2023 se esperaba un crecimiento del 0,5 % en el conjunto del año y finalmente dicho crecimiento se situó en el 1,1 %, como consecuencia, principalmente, del elevado dinamismo de los flujos migratorios⁴. Por otro lado, el crédito para

consumo y otros fines registró un dinamismo mayor del esperado, lo que actuó como soporte del consumo en un contexto en el que los hogares, en especial aquellos con menor disponibilidad de liquidez, recurrieron en mayor medida al crédito como forma de mitigar los efectos de la inflación sobre sus decisiones de consumo⁵. Por último, el crecimiento de la renta disponible en términos reales fue notablemente mayor de lo esperado —aumentó un 6,5 %, frente al 1,8 % previsto en marzo—, como consecuencia tanto del elevado dinamismo en los ritmos de creación de empleo —un 3,2 %, frente al 1,2 % inicialmente previsto— como del mayor aumento de la remuneración por asalariado —del 5,4 %, frente al 4,1 % esperado— y en un contexto de sorpresas a la baja en los precios de la energía —tal y como se analiza en el epígrafe 4 del capítulo—. Con todo esto, el mayor dinamismo del consumo a lo largo de 2023 respecto a lo contemplado en marzo explicaría en torno a 0,2 pp de la sorpresa positiva en el crecimiento del PIB (véase gráfico 2.b)

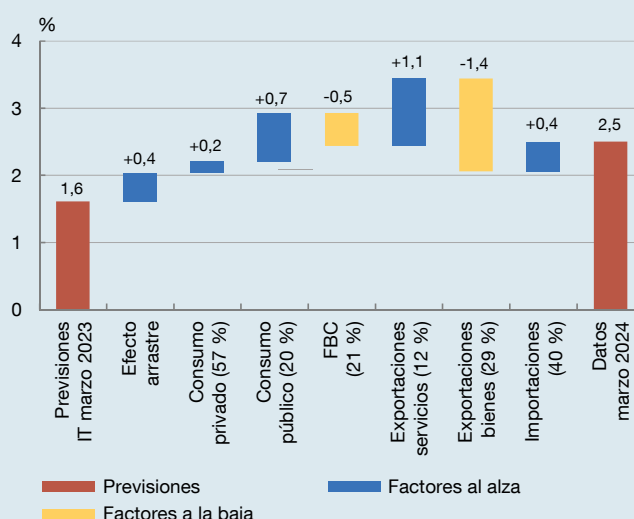
El consumo público también mostró un dinamismo más elevado del inicialmente previsto. En particular, registró un crecimiento del 3,8 % en el promedio de 2023, 3,3 pp

Gráfico 2
Factores explicativos de las revisiones en la tasa de crecimiento del PIB de 2023

2.a Crecimientos trimestrales del PIB en 2022



2.b Revisión respecto a las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2023 (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

4 En particular, de acuerdo con la información de la Encuesta de Población Activa (EPA), en 2023 llegaron en torno a 1,3 millones de inmigrantes —por encima de los 900.000 que se esperaban según las proyecciones del INE y de los 500.000 en el promedio 2016-2019—.

5 Véase Carmen Martínez Carrascal. (2024). “La reacción de los hogares ante el repunte de los precios en España y en la UEM”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, 07

Recuadro 1.1

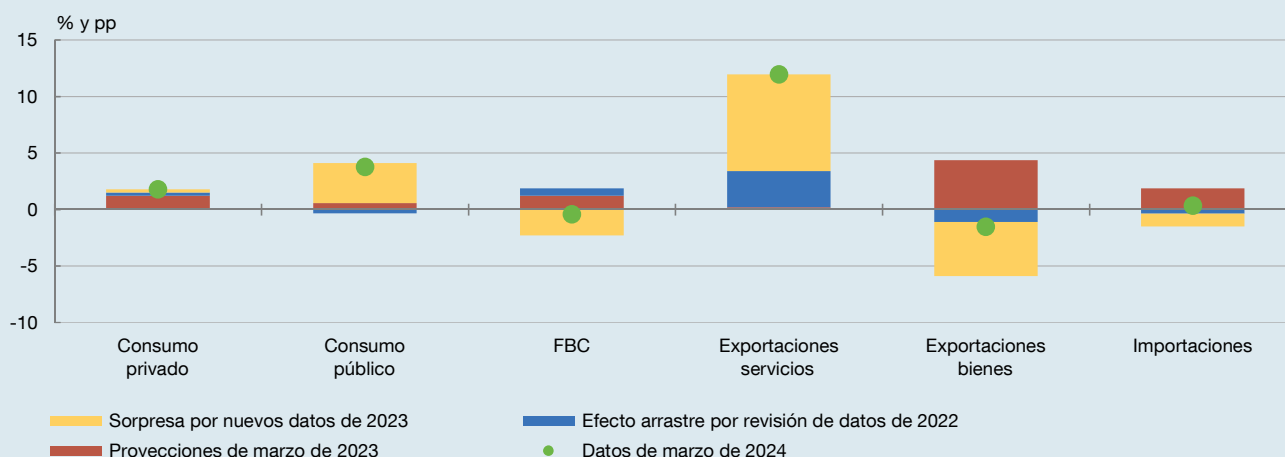
UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2023 (cont.)

por encima de lo esperado en marzo de 2023 (véase gráfico 3.a). De acuerdo con los datos publicados por la Intervención General de la Administración del Estado, tanto los consumos intermedios como la remuneración de asalariados públicos habrían registrado tasas de crecimiento mayores de lo previsto —4 pp y 1,6 pp, respectivamente—. Los indicadores disponibles apuntan a que el empleo público podría haber explicado buena parte de esa sorpresa al alza en el caso de la remuneración, situándose en el cuarto trimestre de 2023 un 10,3 % por encima de los niveles previos a la pandemia según la EPA. En otros componentes del consumo público también se observa una cierta consolidación de algunos gastos vinculados a la pandemia respecto a lo previsto a principios de 2023. Como resultado de estos desarrollos, las sorpresas al alza en la evolución del consumo público explicarían en torno a 0,7 pp de la sorpresa en el crecimiento del PIB de 2023 (véase gráfico 2.b).

El dinamismo de la inversión ha sido menor de lo esperado, como demuestra la tasa de variación del -0,4 % registrada por la formación bruta de capital (FBC) en el conjunto de

2023, frente al 1,2 % previsto en marzo de 2023 (véase gráfico 3.a). Uno de los factores que podrían estar detrás de este comportamiento es el ritmo de ejecución de los fondos NGEU, que ha sido menos dinámico de lo contemplado en marzo de 2023. En particular, los ingresos del Estado por ayudas a la inversión —un indicador aproximado del gasto en inversión procedente del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR)⁶, principal componente del NGEU— se habrían situado, en 2023, en un 0,6 % del PIB, frente al 1,0 % previsto. Por otro lado, cabe destacar el papel de la escasez de mano de obra y de la elevada incertidumbre económica percibidas por las empresas de acuerdo con la Encuesta del Banco de España sobre Actividad Empresarial (EBAE), que habrían podido redundar en una cierta paralización y/o retraso de sus planes de inversión⁷. Por último, en el caso de las sociedades no financieras, al contrario de lo observado en el de los consumidores, las condiciones de concesión de crédito continuaron endureciéndose a lo largo de 2023, especialmente en los tres primeros trimestres⁸. Teniendo en cuenta todos estos factores, las sorpresas a la baja en la evolución de la FBC habrían restado en torno a 0,5 pp

Gráfico 3
Tasas de crecimiento de los componentes del PIB y contribuciones



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

6 En la Contabilidad Nacional, los recursos del MRR se canalizan siempre a través del Estado, independientemente de cuál sea la Administración Pública que ejecute el gasto, y se registran solo cuando se produce el gasto final. Dado que los recursos del MRR son considerablemente mayores que las ayudas a la inversión recibidas tradicionalmente por el Estado, la variable de ingresos por ayudas a la inversión se puede considerar un buen indicador de los gastos de capital realizados por las Administraciones Públicas con cargo a recursos del MRR.

7 Véase Alejandro Fernández-Cerezo y Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 10.

8 Véase <https://www.bde.es/f/webbe/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/24/presbe2024-05.pdf>

Recuadro 1.1

UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2023 (cont.)

del crecimiento del PIB en 2023 respecto a lo previsto en marzo de 2023 (véase gráfico 2.b).

En tercer lugar, en lo referente a la evolución de la demanda externa, las exportaciones de servicios han avanzado con una mayor intensidad de lo esperado, al experimentar una tasa de crecimiento del 12,3 % en el conjunto de 2023, 11,8 pp por encima de lo previsto en marzo de 2023 (véase gráfico 3.a). El elevado dinamismo en este componente de la demanda se debe, principalmente, a las exportaciones de servicios turísticos⁹, que, una vez recuperados los niveles previos a la pandemia, se habrían visto impulsadas en mayor medida de lo esperado por diversos factores. Por un lado, por la mayor diversificación en lo que se refiere a los destinos entre las diferentes regiones españolas y la mayor afluencia de turistas extranjeros en la temporada de otoño e invierno¹⁰. Por otro lado, por el desvío de flujos turísticos que perciben España como un destino más seguro en momentos de incertidumbre geopolítica en Oriente Medio —como sucedió, por ejemplo, durante la Primavera Árabe¹¹—. Finalmente, la culminación del proceso de convergencia a los niveles previos a la pandemia del denominado turismo de larga distancia también habría ejercido un efecto dinamizador sobre las exportaciones turísticas a lo largo de 2023. Con todo esto, el elevado dinamismo de las exportaciones de servicios explicaría en torno a 1 pp de la sorpresa positiva en la tasa de crecimiento del PIB (véase gráfico 2.b).

Las exportaciones de bienes mostraron, en el conjunto de 2023, un notable retroceso —del 1,6 %—, frente al acusado incremento previsto inicialmente —del 4,3%— (véase gráfico 3.a). El principal factor que se halla tras el menor dinamismo de las exportaciones de bienes está relacionado con la desaceleración registrada en las economías del área del euro, nuestros principales socios comerciales. Esta desaceleración fue más intensa de lo esperado a principios de año y, además, afectó especialmente a las ramas industriales más intensivas en el uso de energía y en el

comercio de bienes. Con todo esto, el retroceso de las exportaciones de bienes habría restado en torno a 1,4 pp del crecimiento del PIB en 2023 respecto a lo previsto en marzo de 2023 (véase gráfico 2.b).

Por su parte, las importaciones crecieron menos de lo esperado, registrando una tasa de crecimiento del 0,3 %, 1,5 pp por debajo de lo inicialmente anticipado (véase gráfico 3.a). Este menor dinamismo se explicaría, principalmente, por las sorpresas negativas de los componentes de la demanda con mayor contenido importador, es decir, la inversión y las exportaciones de bienes. Así, el menor dinamismo de las importaciones habría contribuido a un crecimiento del PIB 0,4 pp más elevado, compensando, en gran medida, la contribución negativa procedente de las exportaciones de bienes¹² (véase gráfico 2.b).

En resumen, más allá del efecto arrastre positivo que se produjo por las revisiones estadísticas que afectaban al año 2022, la economía española registró en 2023 un crecimiento del PIB por encima de lo esperado, como consecuencia, fundamentalmente, de las sorpresas al alza en las exportaciones turísticas y en el consumo público. En sentido contrario, la inversión y las exportaciones netas de bienes habrían registrado una debilidad más acusada de lo inicialmente previsto.

Finalmente, conviene concluir destacando que estas sorpresas en la evolución de los componentes de la demanda se produjeron en un contexto en el que la inflación registró una moderación más acusada de lo esperado —tal y como se analiza en el epígrafe 4 del capítulo—. En concreto, los menores precios de la energía registrados en los mercados internacionales respecto a lo previsto a finales de 2022 más que compensaron las ligeras sorpresas al alza en la inflación de los alimentos y, sobre todo, de los servicios —que se habrían debido, al menos en parte, a las sorpresas positivas en el dinamismo de la demanda interna—.

9 No obstante, las exportaciones de servicios no turísticos también registraron un notable dinamismo, si bien más en línea con lo previsto en el ejercicio de proyecciones de marzo de 2023. Para más detalles, véase César Martín Machuca y Coral García. (2023). “La evolución reciente de las exportaciones españolas de servicios no turísticos”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 05.

10 Para más detalles, véase Blanca Jiménez-García y Coral García. (2024). “La reactivación del turismo internacional en España: algunos factores explicativos”. *Boletín Económico - Banco de España*. De próxima publicación.

11 Véase Banco de España. (2017). “Recuadro 7. El dinamismo del turismo no residente en 2016 y sus determinantes”. *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2017, pp. 24-26.

12 Las importaciones de bienes suponen aproximadamente el 85 % del total de importaciones.

Recuadro 1.2

LA VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS ANTE EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN

El endurecimiento de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) desde finales de 2021 ha provocado un encarecimiento de la financiación de los hogares y las empresas. Sin embargo, este mayor coste de la financiación ha venido acompañado de una mejora de la situación financiera de los hogares y las empresas en España, debido al incremento de las rentas salariales y los excedentes empresariales, a la reducción de su endeudamiento y al aumento del valor de sus activos¹.

En este contexto, el presente recuadro analiza el impacto sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas y los hogares que este proceso de aumento gradual del coste medio de la deuda ha tenido hasta ahora y el que podría tener en el futuro. Asimismo, el recuadro analiza hasta qué punto el incremento de las rentas de los hogares y las empresas ha mitigado el efecto adverso que el aumento de los tipos de interés ejerce sobre su vulnerabilidad. Por último, el recuadro cuantifica el impacto que el aumento de la inflación y de los tipos de interés podría tener en función del nivel de renta de las familias, dado que este efecto es desigual por tipo de hogar y suele variar con su nivel de ingresos.

En el caso de los hogares, se utiliza la información de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) de 2020 —última ola disponible— y se calcula la variación en el porcentaje de hogares vulnerables —definidos como aquellos cuya renta no es suficiente para cubrir su nivel de gasto esencial²— entre 2020 y 2023, bajo una serie de supuestos sobre la evolución del coste del crédito, el gasto y la renta en ese período. En primer lugar, se supone que el crédito a tipo de interés variable se habría encarecido de acuerdo con la variación de la media anual del euríbor a doce meses. En segundo lugar, se supone que cada componente de consumo del gasto esencial se habría encarecido de acuerdo con la inflación acumulada para cada rúbrica entre las mencionadas fechas. En tercer

lugar, se considera el supuesto de que la renta de los hogares habría aumentado, de manera homogénea para todos ellos, según la evolución de la renta bruta disponible per cápita³.

Según los resultados obtenidos, se observa un incremento en el porcentaje de hogares que no podrían cubrir su gasto esencial entre finales de 2020 y finales de 2023 de 0,2 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 7,2 %. No obstante, este incremento sería algo mayor para los hogares situados en el quintil inferior de la distribución de la renta (0,9 pp), mientras que apenas existe variación para los hogares de los tres quintiles superiores (véase gráfico 1)⁴. Pese al mayor aumento de la vulnerabilidad en los hogares con menores rentas, las ayudas desplegadas en forma de transferencias a los hogares con rentas bajas, el incremento puntual de las pensiones no contributivas, la subida del salario mínimo interprofesional, la introducción del ingreso mínimo vital o la reforma del Código de Buenas Prácticas⁵ habrían contribuido, entre otras medidas, a amortiguar los efectos adversos que la subida de tipos de interés y la inflación podrían haber tenido sobre los hogares de menores rentas. De hecho, el porcentaje de hogares vulnerables habría aumentado en 4 pp en caso de que no se hubiera considerado el aumento de los ingresos, siendo el incremento especialmente significativo en el quintil inferior de renta (9,4 pp).

Respecto al análisis de la vulnerabilidad empresarial, el objeto de interés son las empresas con presión financiera elevada, definidas como aquellas cuyos gastos por intereses superan la suma del resultado económico bruto (REB) y los ingresos financieros. El gráfico 2 muestra la evolución del peso del empleo de las empresas con presión financiera elevada en el empleo total, que se obtiene a partir de simulaciones en las que se utilizan una serie de supuestos sobre la evolución de la deuda de las

1 Véase Banco de España. (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. 2.º semestre 2023*.

2 El gasto esencial se define como la suma de los gastos en alimentación, suministros, alquiler de la vivienda principal y pagos por deudas.

3 La metodología utilizada para realizar este cálculo es la misma que se empleó en el recuadro 2 de Banco de España. (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. 1.º semestre 2023*.

4 En 2020, el gasto en bienes de primera necesidad, como la alimentación y los suministros básicos, en los alquileres y en los pagos por deudas suponía ya casi el 80 % de los ingresos del quintil más bajo de renta, frente al 44 % para el quintil mediano. Cerca del 38 % de los hogares situados en el menor quintil de renta tenían algún tipo de deuda en 2020, frente a más del 59 % de los hogares del quintil mediano de la distribución. Sin embargo, los hogares con menores ingresos habrían soportado una inflación más alta que el resto. Así, entre agosto de 2021 y septiembre de 2022, la inflación experimentada por el 30 % de los hogares de menor renta habría sido de aproximadamente el 11,3 %, frente al 9,7 % en el caso del 30 % de los hogares de mayor renta. Véase Esteban García-Miralles. (2023). “Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15.

5 Véase Banco de España. (2023). “Códigos de Buenas Prácticas sobre las deudas hipotecarias vinculadas a la vivienda habitual y medidas complementarias”. *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2023*.

Recuadro 1.2

LA VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS ANTE EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN (cont.)

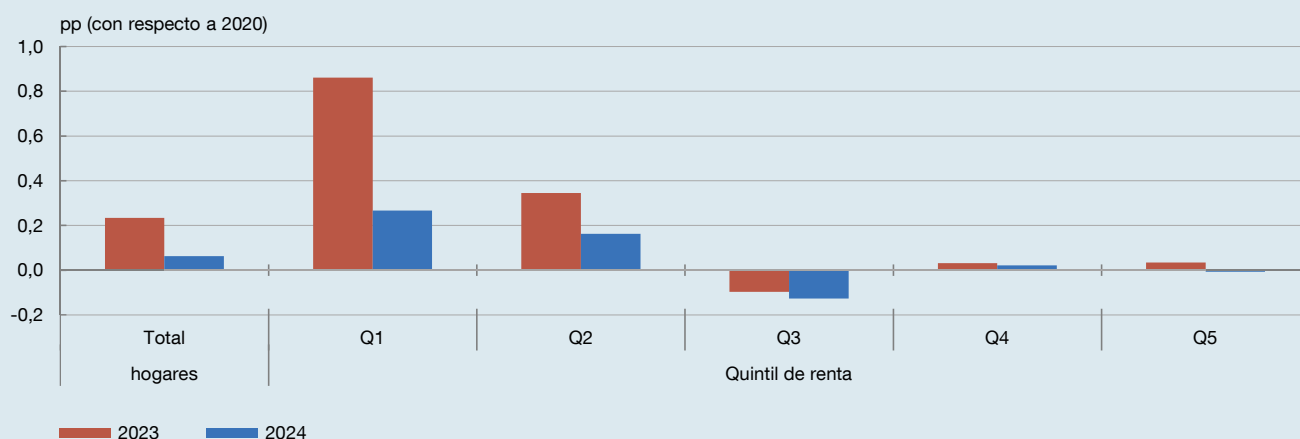
empresas, su REB y el coste de su deuda. En concreto, se asume un crecimiento uniforme del REB y que todas las deudas de las empresas, tanto bancarias como no bancarias, se renuevan a su vencimiento, manteniendo constante su saldo⁶. Bajo estos supuestos, y dado el incremento del coste medio de la deuda viva empresarial observado en 2023 [162 puntos básicos (pb)], se habría producido un aumento del peso en el empleo de las empresas vulnerables de 0,9 pp con respecto a 2022 (última fecha con información disponible). Este aumento situaría dicho peso ligeramente por encima de la media del período 2016-2019. Si se considera un escenario en el que el REB permanece constante, el aumento del peso en el empleo de las empresas vulnerables habría

sido 0,2 pp mayor⁷. Por tipos de empresa, el aumento de la vulnerabilidad empresarial habría sido ligeramente superior en las de mayor tamaño y en la categoría de resto de los sectores, seguidas de los sectores de la energía y de la industria, si bien este deterioro habría sido limitado en todos los casos⁸.

De cara al futuro, suponiendo que los tipos de interés evolucionan en línea con las expectativas del mercado y que las rentas y los precios de los bienes y servicios avanzan según lo contemplado en las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España⁹, el aumento del porcentaje de agentes vulnerables en 2024 sería limitado. En concreto, el incremento del porcentaje de hogares que no

Gráfico 1

Variación del porcentaje de hogares que no cubren el gasto esencial con su renta. Desglose por quintil de renta (a)



FUENTE: Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias 2020).

a Se define como gasto esencial la suma de los gastos en alimentación, suministros, alquiler de la vivienda principal y pagos por deudas. Para aproximar los resultados se tiene en cuenta la variación de los tipos de interés, de la renta del hogar y de la inflación acumulada por categoría de gasto, desde 2020. En concreto, para 2023 se aplica un aumento de los tipos de interés de los préstamos a tipo variable de 417 pb, un aumento del 16,3 % en la renta del hogar y un aumento del gasto esencial en línea con la inflación acumulada de los distintos componentes: alimentos, 26,9 %; suministros, 17,8 %, y alquiler de la vivienda principal, 6,3 %. Para 2024, se supone un aumento acumulado de los tipos de interés de 344 pb desde 2020, un aumento de la renta del hogar del 20,7 % y una inflación acumulada por componente de gasto que está en línea con las últimas previsiones macroeconómicas del Banco de España.

6 Para más detalles sobre el cálculo del peso en el empleo de las empresas con presión financiera elevada en 2023 y 2024, así como sobre las simulaciones realizadas para dicho ejercicio, véase “Recuadro 2. El efecto de la subida de los tipos de interés sobre la presión financiera de las empresas”. En Banco de España. (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. 2.º semestre 2023*. En este recuadro también se detallan los supuestos utilizados sobre la evolución del saldo de su deuda, de su REB y del coste de su deuda.

7 La menor influencia del incremento del REB en la reducción de la vulnerabilidad empresarial, en comparación con el papel más significativo que desempeña el aumento de la renta de los hogares en el alivio de su vulnerabilidad, se debe a que más del 90 % de las empresas clasificadas como vulnerables presentan un REB negativo en 2022 y, por lo tanto, siguen considerándose vulnerables en los años posteriores.

8 El aumento del peso en el empleo de las empresas con presión financiera elevada en estos sectores específicos halla su explicación en que la subida de los tipos de interés habría hecho que un número reducido de empresas relativamente grandes pasaran a tener dificultades para cubrir los pagos de intereses con sus resultados corrientes.

9 Véase “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2024.

Recuadro 1.2

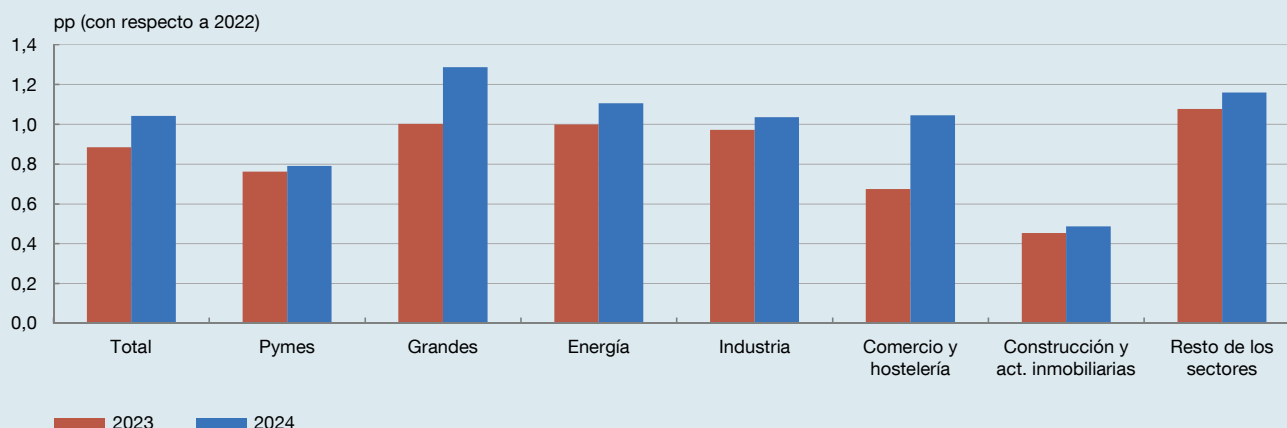
LA VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS ANTE EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN (cont.)

podrían cubrir su gasto esencial sería de unos 0,1 pp (véase gráfico 1). El aumento sería limitado incluso para los hogares situados en el quintil inferior de la distribución de renta (0,3 pp). Por último, el peso en el empleo de las empresas con presión financiera elevada no presentaría cambios significativos, si bien dicho peso experimentaría incrementos no desdeñables en algunos sectores, como el comercio y la hostelería (véase gráfico 2). Esto es debido a que un número reducido de empresas relativamente grandes pertenecientes a este sector pasarían a ser vulnerables en 2024.

En cualquier caso, conviene destacar que la materialización de determinados escenarios adversos sobre el crecimiento económico podría producir un deterioro más acusado del previsto en la situación financiera de los hogares y las empresas. Asimismo, en caso de que los tipos de interés de política monetaria se redujeran en menor medida que en el supuesto que subyace a este ejercicio¹⁰, el alivio que ello supondría sobre la presión financiera que soportan los agentes endeudados sería menor de lo contemplado en este recuadro.

Gráfico 2

Variación del peso en el empleo de las empresas con presión financiera elevada (a)



FUENTE: Banco de España.

a Se considera que una empresa tiene presión financiera elevada si su ratio de cobertura de intereses es inferior a uno. La ratio de cobertura de intereses se define como: $(\text{REB} + \text{Ingresos financieros}) / \text{Gastos financieros}$. Cálculos realizados a partir de una submuestra de empresas para las que hay información disponible en la Central de Información de Riesgos (CIR) o, si no la hay, a partir de empresas que operan en la misma provincia y sector (cuatro dígitos de CNAE) y tienen un tamaño similar [de acuerdo con la clasificación de la Comisión Europea (CE)] a las que se asigna el coste medio de financiación de este grupo de empresas comparables para las que sí existe información en la CIR. La evolución de los gastos financieros de cada empresa para 2023 y 2024 se aproxima a partir de los saldos de deuda con coste al inicio de cada ejercicio y de la senda esperada de tipos de interés. Se asume la renovación total de la deuda de las empresas y que el REB aumenta para todas las empresas un 6,4 % en 2023, de acuerdo con el crecimiento observado en la AEAT [con excepción de las empresas con información disponible en la Central de Balances Trimestral (CBT), en cuyo caso se toma el dato observado], y un 3,7 % en 2024, en línea con el crecimiento del excedente bruto de explotación (EBE) subyacente en las últimas previsiones macroeconómicas del Banco de España. Se excluyen *holdings*, sedes centrales y empresas inactivas, así como empresas con información errónea en los datos de empleo, gastos financieros y deuda con coste.

10 En concreto, para el conjunto de 2024 se tienen en cuenta las expectativas del mercado vigentes en enero de 2024 sobre la evolución de los tipos de interés.