

## **Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Diciembre de 2024**

## Índice

### EDITORIAL 4

### INFORME 9

#### Contexto global

- 1 La economía mundial creció en el tercer trimestre a un ritmo similar al del precedente, y se mantuvo un comportamiento muy heterogéneo por sectores y geografías 9
- 2 El proceso de desinflación se ha consolidado a escala global, si bien las presiones inflacionistas en los servicios continúan mostrando una cierta resistencia a la baja 10
- 3 Existe una considerable incertidumbre en cuanto a las políticas que la nueva Administración electa en Estados Unidos podría desplegar en los próximos meses 11
- 4 La política monetaria mantiene una senda de relajación en la mayoría de las economías mundiales 12

#### Contexto económico de la UEM

- 5 Se han observado ganancias generalizadas en los activos de riesgo en Estados Unidos y un comportamiento diferenciado en la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo en las principales economías 13
- 6 En el área del euro, la actividad económica sigue mostrando signos de debilidad, aunque se mantiene la expectativa de una recuperación gradual 14
- 7 Continúa el proceso de moderación de las presiones inflacionistas en el área del euro 15

#### Economía española

- 8 El BCE redujo nuevamente los tipos de interés oficiales en diciembre 16
- 9 La economía española mantuvo un elevado ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, gracias a la fortaleza de la demanda interna 17
- 10 Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre sugieren que la actividad económica española seguirá presentando un ritmo de expansión robusto 18

- 11 Se estima que la DANA que afectó a varias provincias españolas a finales de octubre tendría un impacto negativo sobre el crecimiento agregado en el cuarto trimestre que sería limitado y podría revertirse durante la primera mitad de 2025 19
- 12 En el cuarto trimestre, el empleo seguiría creciendo a un ritmo similar al del tercer trimestre 20
- 13 La financiación al sector privado ha seguido aumentando en los últimos meses, en un contexto de reducción gradual de los tipos de interés 21
- 14 El consumo privado mantendría, en el cuarto trimestre, la senda de recuperación mostrada en los dos trimestres previos 22
- 15 La inversión productiva mantendría un avance modesto en el tramo final del año, mientras que la inversión en vivienda podría experimentar una aceleración 23
- 16 Las exportaciones prolongarían su buen comportamiento reciente, en un entorno de cierta recuperación de las importaciones 24
- 17 En 2024, el déficit público podría situarse por encima del 3% del PIB, en parte como consecuencia de los gastos extraordinarios derivados de las medidas de política económica adoptadas como respuesta a las inundaciones recientes 25
- 18 La inflación general repuntó en noviembre, si bien la senda de moderación observada entre agosto y octubre fue más intensa de lo esperado 26
- 19 El avance de la productividad está contribuyendo a la desaceleración de los costes laborales unitarios 27
- 20 En los últimos trimestres, las presiones inflacionistas internas se mantienen estables, en la medida en que los márgenes empresariales han compensado la desaceleración de los costes laborales unitarios 28

### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2024-2027) 30

## EDITORIAL

## Editorial

**En los últimos meses no se han observado cambios significativos en el patrón de comportamiento de la actividad económica global.** A pesar del tono restrictivo de la política monetaria en la mayoría de las principales economías avanzadas y de la persistencia de elevados niveles de incertidumbre, i) el ritmo de avance de la actividad económica mundial sigue siendo relativamente robusto, ii) los servicios se mantienen como el principal motor del crecimiento y iii) la Unión Económica y Monetaria (UEM) continúa mostrando algunos signos de debilidad, especialmente en comparación con Estados Unidos —donde la actividad mantiene un considerable vigor— y China —donde el dinamismo reciente de la actividad se ha visto favorecido, en parte, por el despliegue de diversas medidas de estímulo—.

**El proceso de desaceleración de la inflación se consolida.** En el segundo semestre del año, la inflación a escala global ha proseguido su trayectoria de moderación gradual, favorecida, principalmente, por una ralentización más acusada de la prevista en los precios de la energía —más allá del impacto al alza de distintos efectos base estadísticos—. En todo caso, la inflación subyacente y, especialmente, la de los servicios siguen evidenciando una mayor resistencia a la baja, si bien en algunas economías —como en el área del euro— la evolución reciente de estas rúbricas también ha sorprendido ligeramente a la baja.

**De cara a los próximos trimestres, las previsiones del consenso de los analistas no anticipan cambios sustanciales en el ritmo de expansión de la actividad económica global.** En efecto, se siguen esperando tasas de crecimiento del PIB mundial ligeramente por encima del 3 % durante los próximos años. Unas tasas —relativamente modestas desde una perspectiva histórica— que serían compatibles con una desaceleración progresiva de la actividad en China y en Estados Unidos y con una ligera aceleración del crecimiento en la UEM. Una aceleración que, en cualquier caso, sería menos intensa que la prevista unos meses atrás, a tenor de las dinámicas coyunturales más recientes y en un contexto de mayor incertidumbre sobre las políticas económicas en países como Francia y Alemania. En este sentido, el ejercicio de proyecciones de diciembre del Eurosistema incorpora una ligera revisión a la baja en el ritmo de expansión del PIB de la UEM con respecto a las proyecciones de septiembre, de 0,1 puntos porcentuales (pp) en 2024 —hasta el 0,7 %—, de 0,2 pp en 2025 —hasta el 1,1 %— y de 0,1 pp en 2026 —hasta el 1,4 %—.

**No obstante, este escenario central está rodeado de una incertidumbre excepcionalmente elevada, asociada, de modo fundamental, a las tensiones geopolíticas en curso y, más recientemente, a las posibles políticas que la nueva Administración electa en Estados Unidos podría desplegar en los próximos meses.** De acuerdo con los anuncios realizados durante la campaña electoral, la nueva Administración que tomará las riendas de la economía estadounidense a partir de finales de enero de 2025 podría plantear, entre otras iniciativas, la introducción de aranceles significativos a sus importaciones, un endurecimiento de su política

migratoria, recortes impositivos y políticas de desregulación en determinados ámbitos —por ejemplo, en materia energética—. Aunque aún no se conocen suficientes detalles sobre estas eventuales actuaciones, en el caso concreto de la política comercial, un hipotético aumento generalizado de los aranceles previsiblemente presionaría a la baja la actividad económica y al alza la inflación a escala global. Tal efecto también sería visible en la UEM y en nuestro país, si bien la exposición comercial directa de España a Estados Unidos es menor que la que se observa en el promedio del área del euro y, por ejemplo, en Alemania y en Italia.

**En esta coyuntura, los mercados financieros internacionales descuentan, de cara a los próximos trimestres, una relajación más intensa de la política monetaria en la UEM y menos acusada en Estados Unidos que la que proyectaban unos meses atrás.** A estos desarrollos habría contribuido la mayor fortaleza relativa que se viene apreciando recientemente en la economía estadounidense frente a la del área del euro. Sin embargo, estas dinámicas de mercado también reflejarían, en cierta medida, el impacto que los inversores anticipan en ambas regiones como consecuencia de las eventuales políticas que la nueva Administración Trump podría desplegar en el futuro. Unas expectativas que en las últimas semanas ya habrían conducido, por ejemplo, a una notable apreciación del dólar frente al euro, a un menor vigor de las bolsas europeas frente a las estadounidenses y a un aumento de las expectativas de inflación en Estados Unidos.

**En España, tras el elevado dinamismo de la actividad registrado en el tercer trimestre, los indicadores disponibles apuntan a que el ritmo de expansión del PIB se mantendría robusto en el último trimestre del año, pese al impacto negativo —previsiblemente transitorio— que la DANA que afectó a varias provincias españolas a finales de octubre habría tenido sobre la actividad económica en las últimas semanas.** El avance del PIB en el tercer trimestre se situó en el 0,8 % en términos intertrimestrales, por encima de lo esperado en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre. Este crecimiento respondió, principalmente, al elevado vigor que mostraron tanto el consumo privado como el consumo público, mientras que la inversión volvió a sorprender a la baja. La información coyuntural más reciente es coherente con el mantenimiento de un elevado ritmo de crecimiento del PIB también en el cuarto trimestre, que podría situarse entre el 0,6 % y el 0,7 % en términos intertrimestrales. Estas tasas, cuya estimación está rodeada de una elevada incertidumbre, ya incorporan el posible impacto negativo de la DANA sobre la actividad económica. Una catástrofe que, de acuerdo con los indicadores más recientes y la evidencia relativa a otros episodios históricos similares, podría detraer entre 0,1 pp y 0,2 pp al crecimiento del PIB en el trimestre en curso. En todo caso, en línea con la información disponible, se proyecta que este impacto negativo será eminentemente transitorio y se verá compensado en los primeros meses de 2025 por el impulso fiscal procedente de las diversas medidas de apoyo aprobadas para las familias y empresas afectadas —en tanto en cuanto se lleve a cabo un despliegue ágil y efectivo de dicho apoyo—.

**En comparación con las proyecciones de septiembre, el crecimiento del PIB se revisa al alza tanto en 2024 como en 2025 —hasta el 3,1 % y el 2,5 %, respectivamente—, mientras que se mantiene sin cambios en 2026 —en el 1,9 %—, antes de experimentar**

**una ligera desaceleración en 2027 —hasta el 1,7 %—.** La revisión al alza de la tasa de crecimiento del producto en 2024, de tres décimas, se debe al efecto arrastre positivo que resulta de los nuevos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral publicados por el Instituto Nacional de Estadística a finales de septiembre y a un dinamismo de la actividad en el segundo semestre del año más intenso de lo esperado. Por su parte, la tasa de avance del PIB prevista para 2025 también se revisa al alza en tres décimas como resultado de dos factores: en primer lugar, del efecto arrastre positivo asociado a un vigor de la actividad en los últimos trimestres de 2024 mayor que el anticipado, y en segundo lugar, del mayor crecimiento previsto ahora para el PIB durante el primer semestre de 2025, en gran parte debido al mencionado impulso fiscal que habría de resultar de las diversas medidas de apoyo desplegadas en respuesta a la DANA.

**Las nuevas previsiones de inflación no incorporan cambios significativos con respecto a las publicadas en septiembre y siguen contemplando una senda de moderación gradual de las presiones inflacionistas.** En concreto, se proyectan tasas de inflación general del 2,9 % en 2024, del 2,1 % en 2025 y del 1,7 % en 2026. La ausencia de revisiones apreciables en estas tasas enmascara, sin embargo, una leve revisión a la baja en la inflación de los alimentos y de la energía en 2024 y 2025 —debido, sobre todo, a las sorpresas a la baja observadas en los últimos meses en dichas rúbricas—, que se ve compensada por una leve revisión al alza en la inflación subyacente de 2024 y 2025 —en un contexto en el que se anticipa un mayor dinamismo de la actividad—. Por otra parte, en este ejercicio de proyecciones se publica, por primera vez, la tasa de inflación general prevista para 2027, que se situaría en el 2,4 %. Esto supondría una apreciable aceleración de las presiones inflacionistas entre 2026 y 2027, que, no obstante, ha de interpretarse con una especial cautela. En particular, porque dicha aceleración reflejaría, fundamentalmente, la puesta en marcha en 2027 del nuevo régimen de comercio de derechos de emisión en la UE —denominado ETS2—, un desarrollo sobre el que existe una extraordinaria incertidumbre en múltiples dimensiones.

**Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones para la economía española se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y ligeramente al alza en relación con la inflación.** En el ámbito internacional, la principal fuente de riesgo emana de un posible giro en las políticas económicas por parte de la nueva Administración estadounidense en los próximos meses. Un giro sobre el que no existen suficientes detalles como para realizar una valoración precisa, pero que, como ya se ha mencionado, previsiblemente incidiría a la baja sobre la actividad económica mundial, europea y española. También continúa siendo relevante la incertidumbre procedente de los conflictos bélicos en Ucrania y Oriente Medio y, además, estarían ganando relevancia los riesgos asociados con la inestabilidad política y la debilidad económica en algunos países europeos, como Francia y Alemania. En el ámbito nacional, cabe destacar la incertidumbre sobre la velocidad con la que el proceso desinflacionario discurrirá a lo largo del horizonte de proyección y sobre la senda de recuperación de la inversión empresarial, una rúbrica fundamental para sustentar el crecimiento económico y que ha venido sorprendiendo a la baja de forma persistente en los últimos trimestres. Asimismo, existe también incertidumbre en relación con el curso futuro de la política fiscal en nuestro país. En particular, el cumplimiento estricto de los compromisos adquiridos por las autoridades españolas en el

Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo supondría un ajuste presupuestario adicional al incorporado en estas proyecciones, que implicaría un riesgo a la baja para la actividad a lo largo del horizonte de proyección. La magnitud de este riesgo dependerá del diseño de dicha senda de ajuste presupuestario adicional, tal y como se analiza en la sección de proyecciones de este documento.

Esquema 1

	2024	2025	2026	2027
PIB	<b>3,1 %</b> ↑ 0,3 pp	<b>2,5 %</b> ↑ 0,3 pp	<b>1,9 %</b> =	<b>1,7 %</b>
Inflación	<b>2,9 %</b> =	<b>2,1 %</b> =	<b>1,7 %</b> ↓ 0,1 pp	<b>2,4 %</b>

FUENTE: Banco de España.

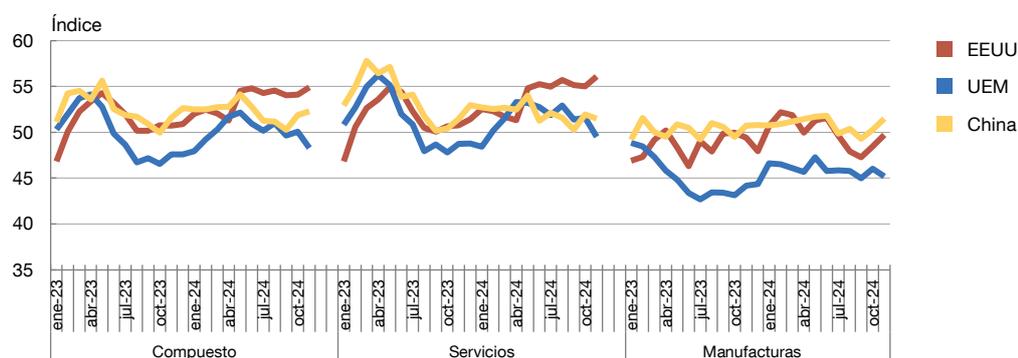
## INFORME

## 1 La economía mundial creció en el tercer trimestre a un ritmo similar al del precedente, y se mantuvo un comportamiento muy heterogéneo por sectores y geografías

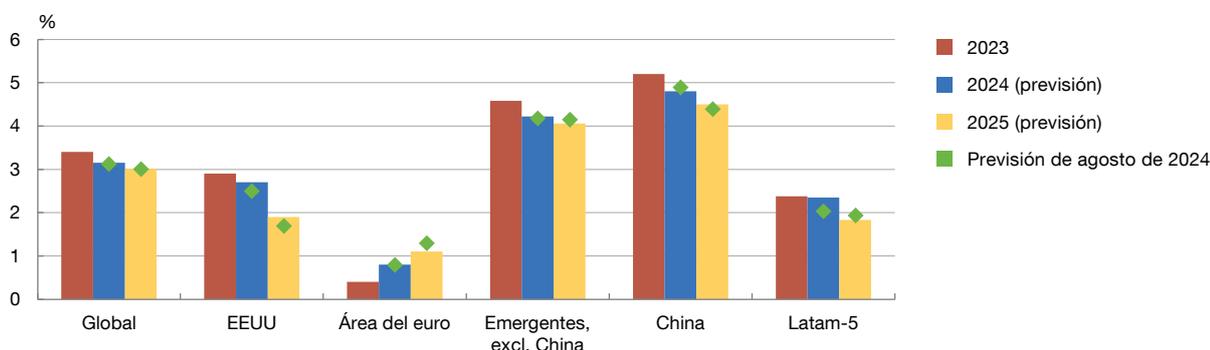
- El PIB mundial se expandió a un ritmo cercano al 0,7 % intertrimestral en el tercer trimestre. Este crecimiento estuvo apoyado, fundamentalmente, en la fortaleza de los servicios, ya que las manufacturas continuaron evidenciando una considerable debilidad; dicho patrón, de acuerdo con los indicadores PMI (índice de gestores de compras) más recientes, también se mantendría en el cuarto trimestre (gráfico 1.a).
- Entre las principales economías mundiales, la actividad ha sorprendido al alza en Estados Unidos en los últimos meses, con un crecimiento robusto del PIB —del 0,7 % intertrimestral en el tercer trimestre, como en el anterior—, que, a pesar de algunas señales de desaceleración en el mercado laboral, no se ralentiza tanto como se anticipaba unos meses atrás. En cambio, en China, aunque el crecimiento del PIB en el tercer trimestre fue ligeramente mayor de lo previsto —del 4,6 % interanual, 0,1 pp por encima del esperado—, el ajuste que atraviesa el sector inmobiliario y la atonía que manifiesta la demanda privada interna han requerido el despliegue de nuevas medidas de estímulo por parte de las autoridades para evitar una mayor desaceleración de la actividad de cara al futuro.
- Estas dinámicas resultan compatibles con una relativa estabilidad de las previsiones de crecimiento global para 2024-2025 (gráfico 1.b). Todo ello en una coyuntura en la que persiste una elevada incertidumbre, especialmente de naturaleza geopolítica, y, más recientemente, asociada a las **políticas que pueda desplegar la nueva Administración electa en Estados Unidos**.

Gráfico 1

### 1.a Evolución de los PMI



### 1.b Previsiones de crecimiento de Consensus (a)



FUENTES: S&P Global y Consensus Economics.

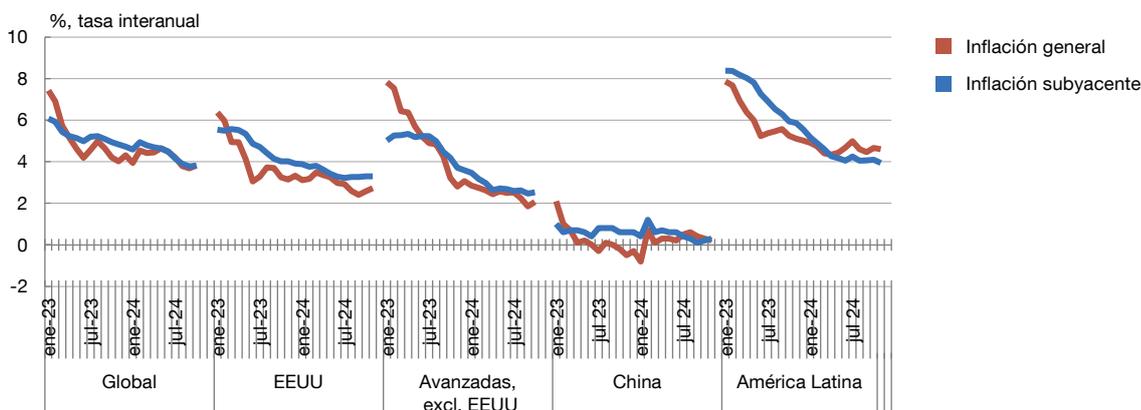
a Se comparan las previsiones de noviembre de 2024, en barras, con las previsiones de agosto, reflejadas con un rombo. Se incluyen en «Latam-5»: México, Colombia, Perú, Chile y Brasil; en «Emergentes, excl. China»: «Latam-5», Argentina, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; por último, en «Global» se incluyen los anteriores países más China, Estados Unidos, Canadá, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y «Área del euro».

## 2 El proceso de desinflación se ha consolidado a escala global, si bien las presiones inflacionistas en los servicios continúan mostrando una cierta resistencia a la baja

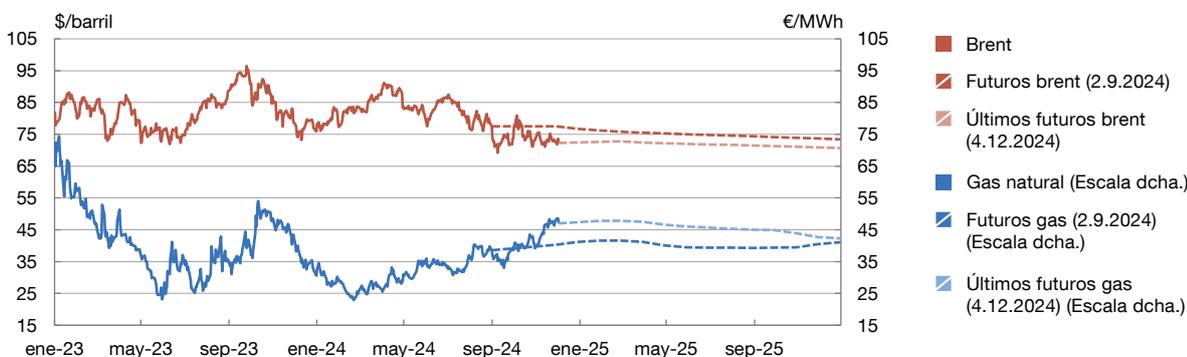
- Desde junio, la tasa de inflación general y la subyacente han disminuido en 0,7 pp a escala global (gráfico 2.a). No obstante, se observan algunas diferencias entre las principales regiones mundiales.
- En Estados Unidos, el descenso de la inflación general desde junio ha sido de 0,3 pp —hasta el 2,7% en noviembre—, mientras que la inflación subyacente se ha mantenido en torno al 3,3%, en parte debido a la persistencia de apreciables presiones inflacionistas en los servicios —que muestran una tasa interanual del 4,6%—. En el **área del euro** se observa un patrón relativamente similar.
- En cambio, en las economías emergentes destaca la atonía de las presiones inflacionistas en China, que en noviembre presenta una tasa de inflación general del 0,2% y una subyacente del 0,3%. Por su parte, en Latinoamérica, las tasas de inflación son más elevadas, del 4,7% para la general en octubre y del 4,1% para la subyacente.
- Todo ello en un contexto en el que los precios del crudo se sitúan por debajo de los niveles anticipados hace tres meses (gráfico 2.b), en parte como consecuencia de la debilidad de la demanda procedente de China. Por el contrario, la cotización del gas natural ha repuntado recientemente debido a algunas disrupciones que se han producido por el lado de la oferta.

Gráfico 2

### 2.a Evolución de la inflación



### 2.b Precios y futuros gas y petróleo



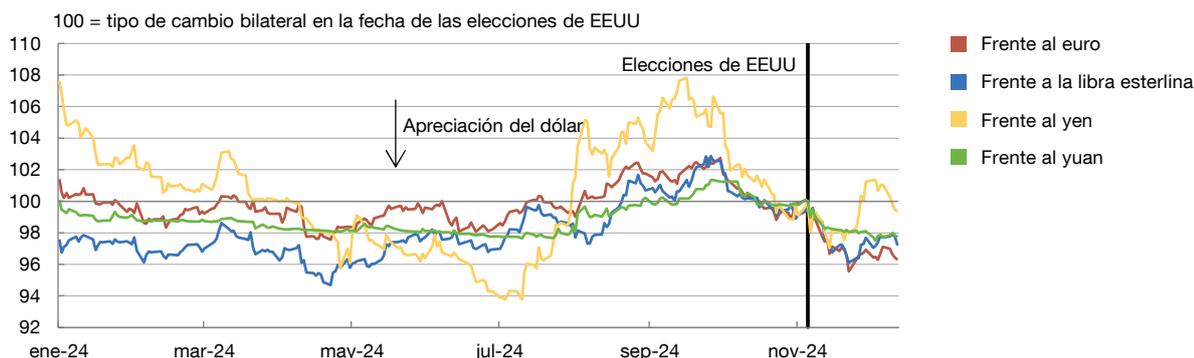
FUENTES: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

### 3 Existe una considerable incertidumbre en cuanto a las políticas que la nueva Administración electa en Estados Unidos podría desplegar en los próximos meses

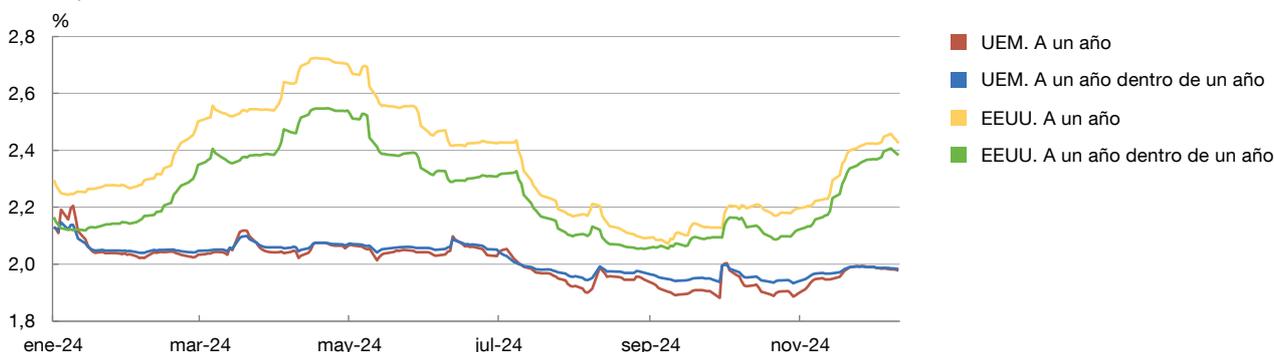
- A partir del 20 de enero de 2025, una nueva Administración —liderada por el presidente Trump— tomará las riendas de la economía estadounidense. Según los anuncios realizados, esta nueva Administración podría plantear, entre otras medidas, un aumento significativo de los aranceles a las importaciones, un endurecimiento de la política migratoria, una reducción impositiva e iniciativas tendentes a la desregulación de determinadas actividades.
- A expensas de que estas políticas se conozcan con un mayor grado de detalle —y que, finalmente, se aprueben—, es difícil valorar sus implicaciones, no solo para Estados Unidos, sino también a escala global. No obstante, un aumento generalizado de los aranceles previsiblemente presionaría a la baja la actividad económica mundial y al alza la inflación. La magnitud de estos impactos adversos dependería, entre otros factores, de las potenciales represalias comerciales que adopten los países afectados, de los posibles efectos de desviación de comercio y del eventual deterioro que se produzca en la confianza de los agentes.
- En cualquier caso, cabe reseñar que, desde que se conoce el resultado de las elecciones presidenciales en Estados Unidos, en los **mercados financieros internacionales** se han observado, entre otras dinámicas relevantes, una apreciación del dólar estadounidense (gráfico 3.a) y un aumento de las expectativas de inflación<sup>1</sup> en esta economía implícitas en los derivados sobre inflación (gráfico 3.b).

Gráfico 3

#### 3.a Tipo de cambio bilateral del dólar



#### 3.b Expectativas de inflación



FUENTES: Refinitiv y Bloomberg.

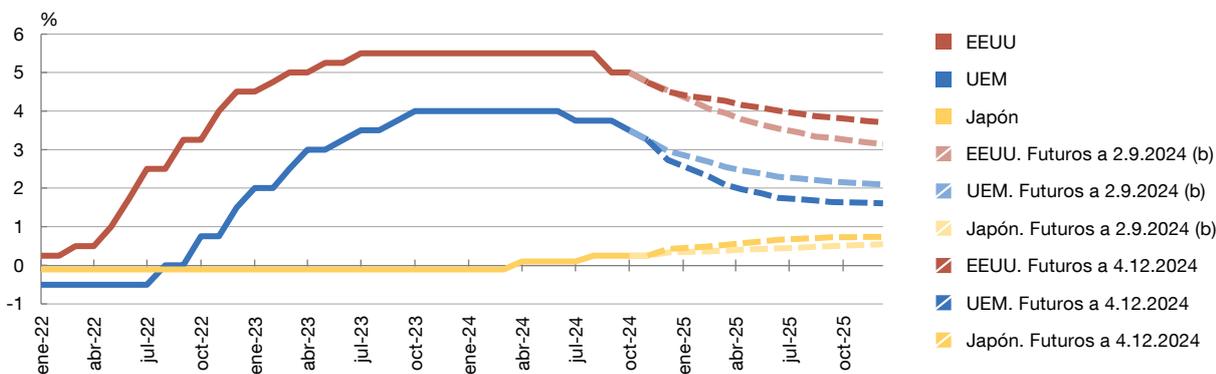
1 Las expectativas de inflación se han obtenido a partir de un modelo de factores dinámicos utilizando datos de *swaps* de inflación y encuestas de analistas. Véase Gimeno y Ortega (2016).

## 4 La política monetaria mantiene una senda de relajación en la mayoría de las economías mundiales

- En los últimos meses, los bancos centrales de las principales economías avanzadas —salvo Japón— han continuado relajando sus políticas monetarias. Destacan, en particular, los recortes de los tipos de interés oficiales acordados en Estados Unidos —75 pb acumulados entre septiembre y noviembre— y en el **área del euro** —100 pb acumulados entre junio y diciembre—.
- La relajación monetaria también se ha prolongado en las economías emergentes y, particularmente, en Latinoamérica, con la notable excepción de Brasil, donde los tipos de interés oficiales han aumentado en 175 pb desde septiembre. Por su parte, las autoridades monetarias chinas han adoptado, en los últimos meses, diversas medidas de estímulo —entre las que se incluye la reducción de 20 pb en el tipo de interés de referencia—, con la finalidad de impulsar el consumo privado y la inversión residencial en el país.
- De cara al futuro, las expectativas de los mercados financieros internacionales en cuanto a la evolución de la política monetaria en Estados Unidos y en la UEM a lo largo de los próximos trimestres apuntan a una continuación del actual proceso de relajación (gráfico 4.a).
- No obstante, en comparación con las expectativas que los mercados tenían hace tres meses, ahora se espera una relajación más intensa de la política monetaria en la UEM y menos acusada en Estados Unidos. Este cambio respondería, fundamentalmente, a la **fortaleza que se aprecia en la economía estadounidense**, en comparación con la del **área del euro**, así como al impacto que los mercados anticipan en ambas regiones como consecuencia de las **políticas que la nueva Administración estadounidense podría desplegar en el futuro**.

Gráfico 4

4.a Tipos de interés oficiales observados y futuros (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Banco de España y Reserva Federal.

a Tipos de interés descontados por los respectivos mercados de futuros (futuros sobre el tipo de interés de la Reserva Federal en cada mes, futuros sobre el tipo de interés *overnight* del área del euro, futuros sobre el tipo de interés *overnight* de Japón).

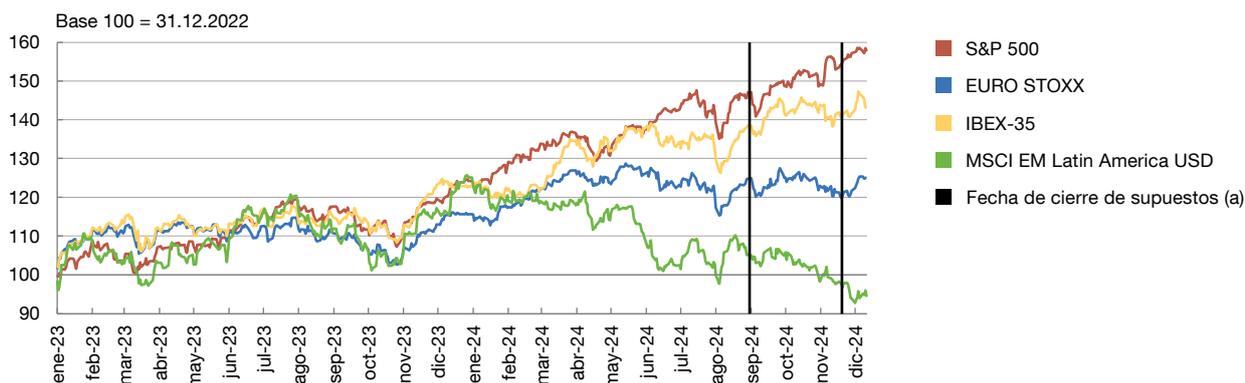
b El 2 de septiembre es la fecha de cierre de datos del ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre de 2024.

## 5 Se han observado ganancias generalizadas en los activos de riesgo en Estados Unidos y un comportamiento diferenciado en la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo en las principales economías

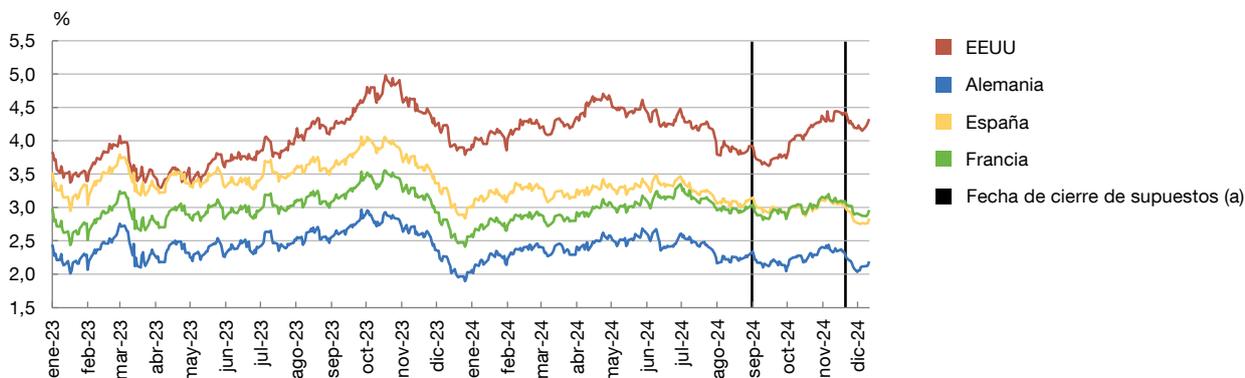
- En Estados Unidos, los buenos datos macroeconómicos, la posibilidad de que la nueva Administración Trump apruebe rebajas fiscales y una menor regulación en determinadas actividades han impulsado un descenso de los diferenciales de los bonos corporativos de alto rendimiento y ganancias en los mercados bursátiles (gráfico 5.a). El comportamiento de las bolsas en Europa y Latinoamérica ha sido menos dinámico, entre otros motivos, por las posibles implicaciones para estas regiones de algunas de las políticas que la nueva Administración estadounidense podría desplegar.
- Por otra parte, la revisión al alza de la senda futura de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos y la fortaleza de su economía elevaron la rentabilidad de la deuda soberana en ese país (gráfico 5.b). En Europa, estos incrementos fueron relativamente intensos hasta las elecciones de Estados Unidos, especialmente en Alemania, y dieron lugar a un descenso de los diferenciales soberanos frente al *bund* alemán. El diferencial soberano de España se ha reducido hasta los 65 pb, y el de Italia, hasta los 112 pb. El diferencial soberano de Francia, en cambio, se amplió en respuesta a la inestabilidad política que presenta este país.

Gráfico 5

### 5.a Índices bursátiles



### 5.b Tipos de interés de la deuda soberana a diez años



FUENTE: Refinitiv Datastream.

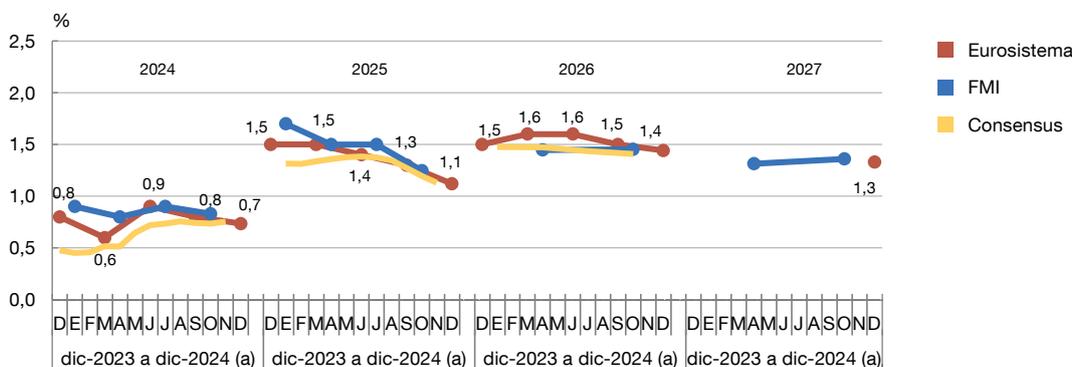
a Referidas al ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre (2 de septiembre) y diciembre (21 de noviembre).

## 6 En el área del euro, la actividad económica sigue mostrando signos de debilidad, aunque se mantiene la expectativa de una recuperación gradual

- El PIB de la UEM aumentó un 0,4 % en el tercer trimestre, dos décimas por encima del avance registrado en el trimestre anterior y de lo previsto en el ejercicio de proyecciones del BCE de septiembre. Esta sorpresa positiva fue común a los grandes países del área, con la excepción de Italia. Por componentes, la demanda interna experimentó un alza generalizada, en especial el consumo y la inversión privados, mientras que las exportaciones netas mostraron un fuerte retroceso.
- No obstante, los indicadores coyunturales más recientes apuntan a una desaceleración en el dinamismo de la actividad de la UEM durante el último trimestre del año; en especial, el PMI de noviembre muestra una pérdida de vigor en el sector servicios y una persistente debilidad en el sector manufacturero —tanto en la actualidad como de cara al futuro, a tenor de la información relativa a los nuevos pedidos—.
- En todo caso, el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de diciembre mantiene un escenario central en el que, en los próximos trimestres, se produciría una recuperación suave y gradual de la actividad, que estaría basada en la mejora de la demanda interna y en la resiliencia que sigue mostrando el mercado laboral. Aun así, en un contexto en el que persiste una considerable incertidumbre, el crecimiento del PIB de la UEM se revisa ligeramente a la baja a lo largo de todo el horizonte de proyección. En concreto, la revisión alcanza una décima en 2024, hasta el 0,7 %, dos décimas en 2025, hasta el 1,1 %, y una décima en 2026, hasta el 1,4 % (gráfico 6.a). Además, se proyecta una leve desaceleración en el ritmo de expansión del PIB en 2027 —hasta el 1,3 %—, hacia tasas más acordes con la capacidad de crecimiento potencial de la región.

Gráfico 6

6.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: FMI, Consensus Economics y Eurosistema.

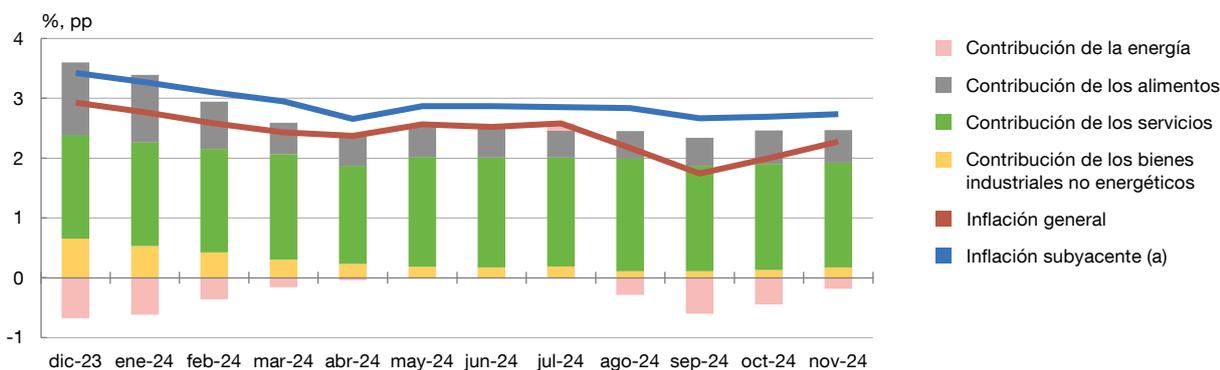
a Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

## 7 Continúa el proceso de moderación de las presiones inflacionistas en el área del euro

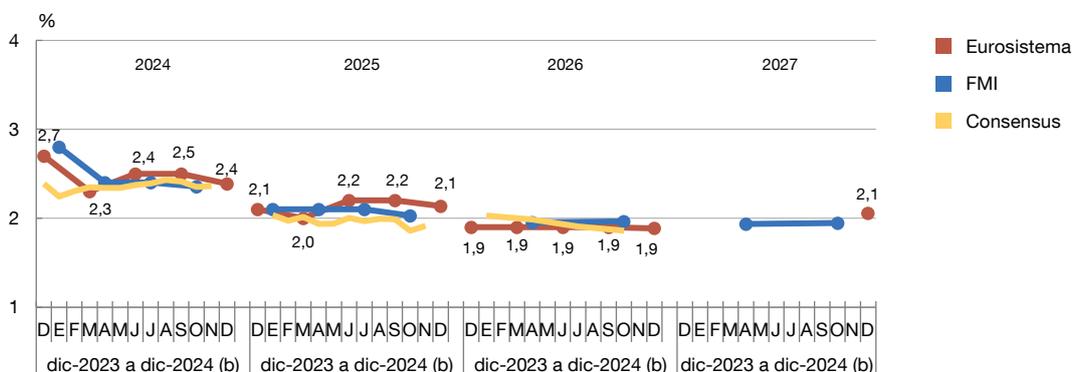
- A pesar de que la tasa de inflación general de la UEM ha aumentado en los dos últimos meses —hasta el 2,3 % según los datos provisionales de noviembre (gráfico 7.a)—, este repunte se ha debido, fundamentalmente, a efectos base transitorios en el componente energético y ha sido inferior al previsto en el ejercicio de proyecciones del BCE de septiembre.
- El comportamiento de la inflación subyacente —que en noviembre se mantuvo en el 2,7 %— también ha sido recientemente menos dinámico de lo previsto unos meses atrás. A dicha evolución han contribuido unas presiones inflacionistas muy limitadas en los bienes industriales no energéticos —cuyos precios muestran un avance interanual del 0,7 %— y una inflación de los servicios algo inferior a la esperada, que permanece en el entorno del 4 % —3,9 % en noviembre—.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones de diciembre del Eurosistema revisa ligeramente a la baja, en una décima, la previsión de la tasa de inflación general para 2024 y 2025 —hasta el 2,4 % y el 2,1 %, respectivamente— (gráfico 7.b), en parte por el impacto de unos menores precios esperados de la energía. La inflación prevista para 2026 se mantiene en el 1,9 %, mientras que la proyectada para 2027 se sitúa en el 2,1 %, presionada al alza por la puesta en marcha en ese año del nuevo sistema de comercio de derechos de emisión, denominado ETS2.

Gráfico 7

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



7.b UEM. Previsiones de inflación



FUENTES: FMI, Consensus Economics, Eurosistema y Eurostat.

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

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

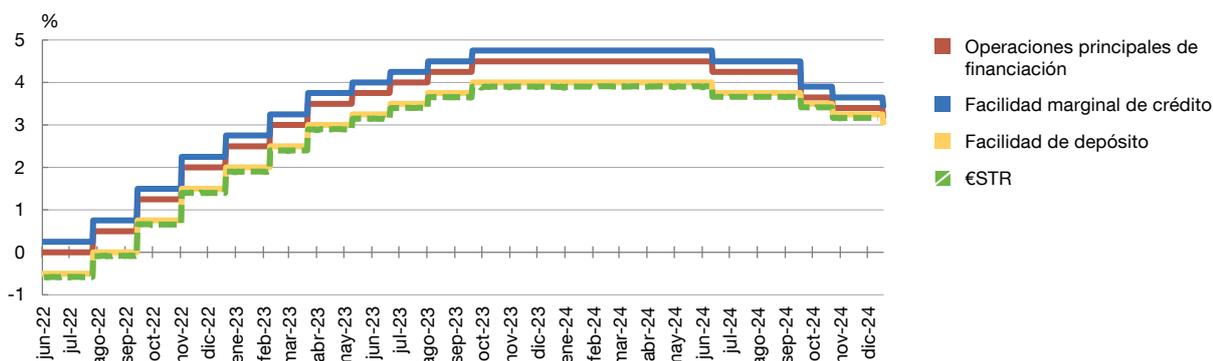


## 8 El BCE redujo nuevamente los tipos de interés oficiales en diciembre

- El Consejo de Gobierno (CG) del BCE volvió a reducir el grado de restricción monetaria y recortó el tipo de interés de la facilidad de depósito en 25 pb, hasta situarlo en el 3 % (gráfico 8.a). Se trata de la cuarta rebaja desde junio de 2024, que acumula un descenso de 100 pb en el tipo de interés de la facilidad de depósito, referencia que determina la orientación de la política monetaria en el área del euro<sup>2</sup>.
- Esta decisión se apoyó en una evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria. En particular, el proceso de desinflación en el área del euro ha seguido avanzando y los indicadores de inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará de forma sostenida en torno al objetivo del 2 % a medio plazo. Por su parte, la inflación interna ha descendido, pero se mantiene elevada, mientras que las condiciones de financiación, aunque siguen siendo estrictas, se están relajando.
- De cara al futuro, para asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en el 2 %, el CG mantendrá su enfoque dependiente de los datos y tomará las decisiones para determinar la orientación apropiada de la política monetaria en cada reunión y sin comprometerse de antemano con ninguna senda de tipos de interés concreta.

Gráfico 8

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



**FUENTES:** Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 12 de diciembre de 2024.

**NOTA:** El nuevo nivel de los tipos de interés tendrá efecto a partir del 18 de diciembre.



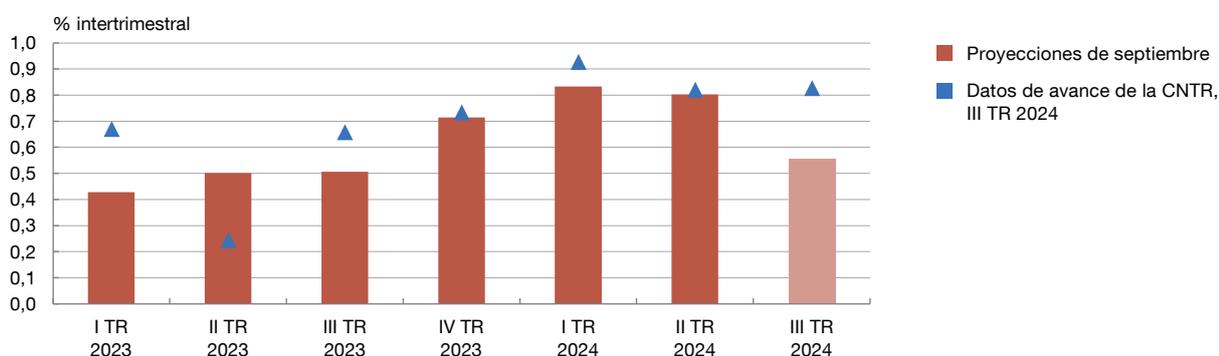
<sup>2</sup> Véase la entrada del blog del Banco de España “¿Cuál es el tipo de interés del BCE relevante para mi crédito o hipoteca?”, publicada el 25 de octubre de 2023.

## 9 La economía española mantuvo un elevado ritmo de crecimiento en el tercer trimestre, gracias a la fortaleza de la demanda interna

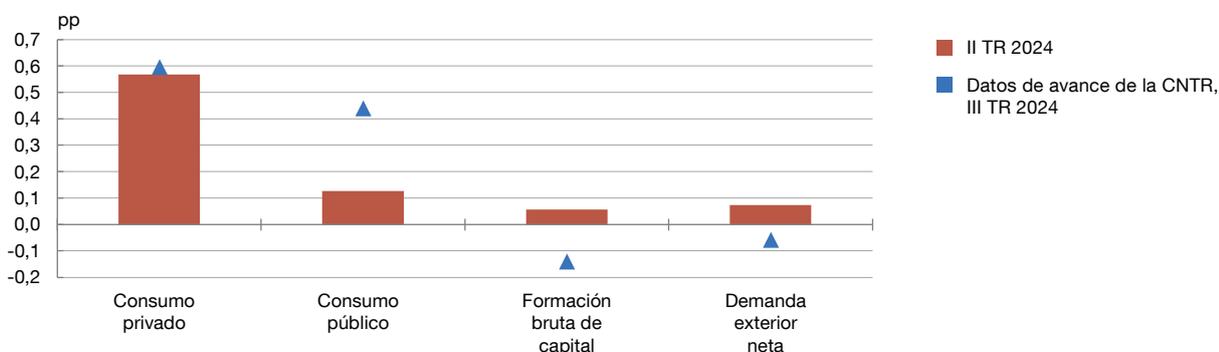
- De acuerdo con los datos de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el crecimiento del PIB se situó en el 0,8 % en el tercer trimestre, la misma tasa que se registró en el segundo trimestre y 0,2 pp por encima de la prevista en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre](#) (gráfico 9.a). En términos interanuales, el avance del PIB se aceleró hasta el 3,4 %, dos décimas por encima del observado en el segundo trimestre.
- Este crecimiento descansó, principalmente, en la fortaleza de la demanda nacional y, en particular, en el consumo, tanto público como privado (gráfico 9.b). La formación bruta de capital, por el contrario, tuvo una contribución levemente negativa, así como la demanda exterior neta, rúbrica en la que destacó el crecimiento de las importaciones de bienes.
- Desde la óptica de la oferta, todas las ramas productivas, salvo la construcción, registraron avances. La actividad de la industria se desaceleró respecto al segundo trimestre, mientras que la de la agricultura y la pesca se recuperó después del descenso que había experimentado en el trimestre precedente. Por su parte, las ramas de servicios mostraron un dinamismo similar al del trimestre anterior; destaca la actividad relacionada con el comercio, el transporte y la hostelería (con un avance del 1,1 %), así como con las actividades profesionales, científicas y técnicas (2 %) y las actividades artísticas y recreativas (4,5 %).

Gráfico 9

### 9.a Evolución del PIB en España



### 9.b Contribuciones al crecimiento del PIB en España



FUENTES: INE y Banco de España.

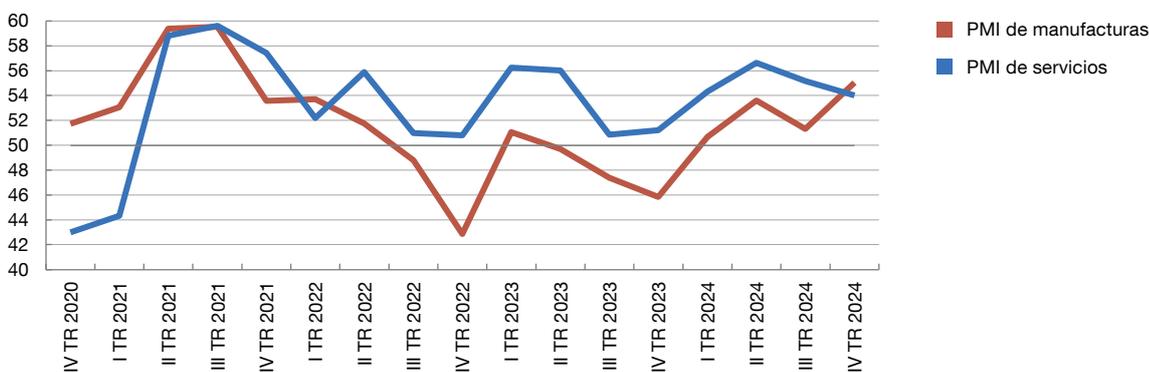


## 10 Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre sugieren que la actividad económica española seguiría presentando un ritmo de expansión robusto

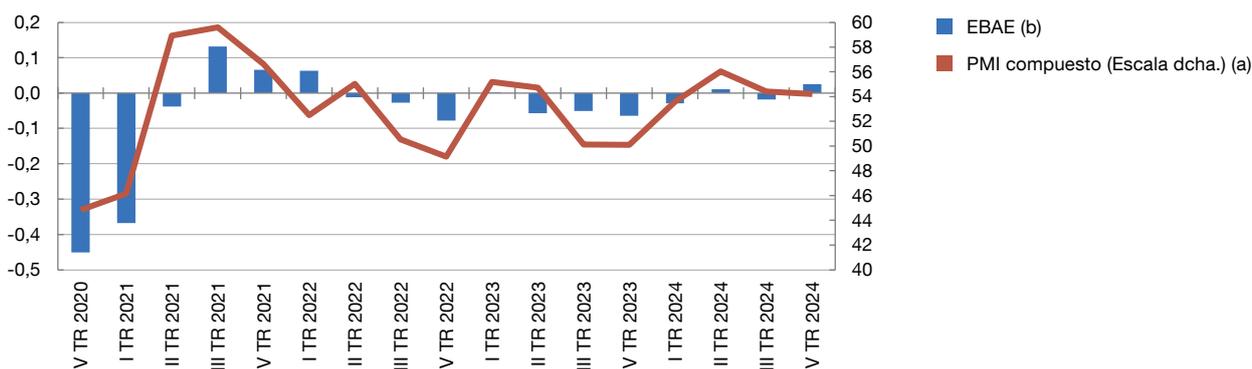
- El análisis conjunto de los distintos indicadores —entre otros, de **empleo**, de **consumo** y de confianza— que ofrecen información parcial, y aún incompleta, sobre el comportamiento de la actividad en el cuarto trimestre apunta a que, en este período, el ritmo de avance del PIB podría situarse entre el 0,6% y el 0,7% intertrimestral<sup>3</sup>.
- En todo caso, la incertidumbre en torno a esta estimación es particularmente elevada, como consecuencia de la dificultad para valorar el **impacto económico de la DANA** que afectó a varias provincias a finales de octubre.
- Entre los indicadores que son coherentes con el mantenimiento de una tasa de crecimiento robusta, cabe destacar los de confianza. Así, con información hasta noviembre, los indicadores PMI se mantienen en terreno claramente expansivo (gráfico 10.a) y los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) sugieren un aumento de la facturación de las empresas españolas en este trimestre (gráfico 10.b)<sup>4</sup>.

Gráfico 10

10.a Evolución de los PMI (a)



10.b Evolución trimestral de la facturación de la EBAE y del PMI compuesto



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

a El dato del PMI del cuarto trimestre de 2024 es el promedio de los meses de octubre y noviembre.

b Las respuestas cualitativas de la EBAE se traducen a una escala numérica según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2. Serie corregida de efectos estacionales.



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

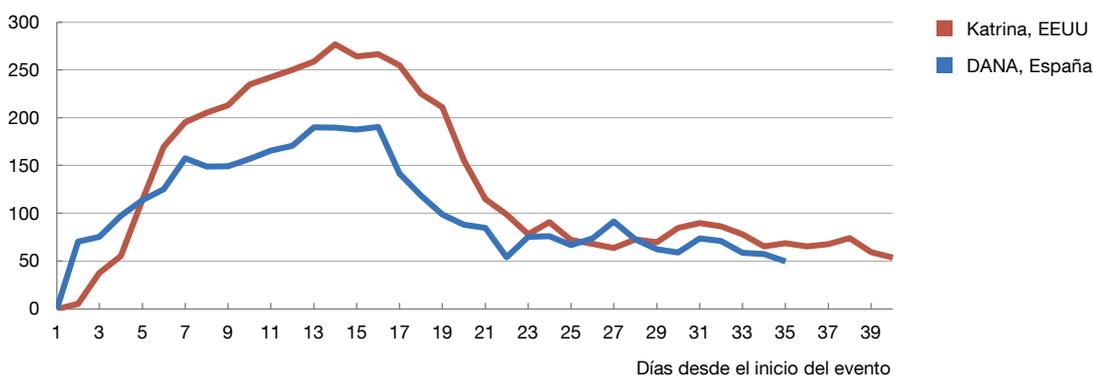
4 [Fernández Cerezo e Izquierdo \(2024\)](#).

## 11 Se estima que la DANA que afectó a varias provincias españolas a finales de octubre tendría un impacto negativo sobre el crecimiento agregado en el cuarto trimestre que sería limitado y podría revertirse durante la primera mitad de 2025

- Este episodio meteorológico adverso, que ha tenido un extraordinario coste en términos de vidas humanas, también ha supuesto una notable interrupción de la actividad económica en los municipios afectados, cuyo peso en el total nacional —de acuerdo con diversas métricas; por ejemplo, de población, empleo y actividad empresarial— se situaría en torno al 2 %.
- Entre los principales indicadores que permiten monitorizar en tiempo real los efectos de este episodio sobre la actividad económica, cabe destacar el índice de cuellos de botella en la oferta<sup>5</sup>. Este indicador apunta a un fuerte impacto negativo inicial de la DANA —similar al observado en Estados Unidos tras el huracán Katrina en 2005—, que, después de los primeros quince días, ha venido reduciéndose con relativa intensidad (gráfico 11.a).
- Otro indicador relevante son las solicitudes de expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). Con información hasta el 3 de diciembre, dichos expedientes afectarían a casi 30.000 trabajadores —lo que supone, aproximadamente, un 1,4 % del empleo en la Comunitat Valenciana—. Por otra parte, las respuestas a la EBAE de las empresas localizadas en dicha región sugieren una evolución de su facturación en este trimestre sustancialmente más negativa que la reportada por las empresas del resto de España.
- En conjunto, la evidencia disponible apuntaría a un impacto negativo de la DANA sobre la tasa de crecimiento del PIB español en el cuarto trimestre que sería relativamente contenido, de entre una y dos décimas. En todo caso, de acuerdo con la evidencia histórica disponible para eventos similares, este impacto adverso podría ser transitorio y revertirse —en tanto en cuanto se lleve a cabo un despliegue ágil y efectivo de medidas de apoyo a las familias y empresas afectadas— en el curso de la primera mitad de 2025<sup>6</sup>.

Gráfico 11

11.a Aumento del índice de cuellos de botella desde el inicio de cada evento



FUENTE: Banco de España.



5 Construido según la metodología descrita en Burriel, Kataryniuk, Moreno Pérez y Viani (2024).

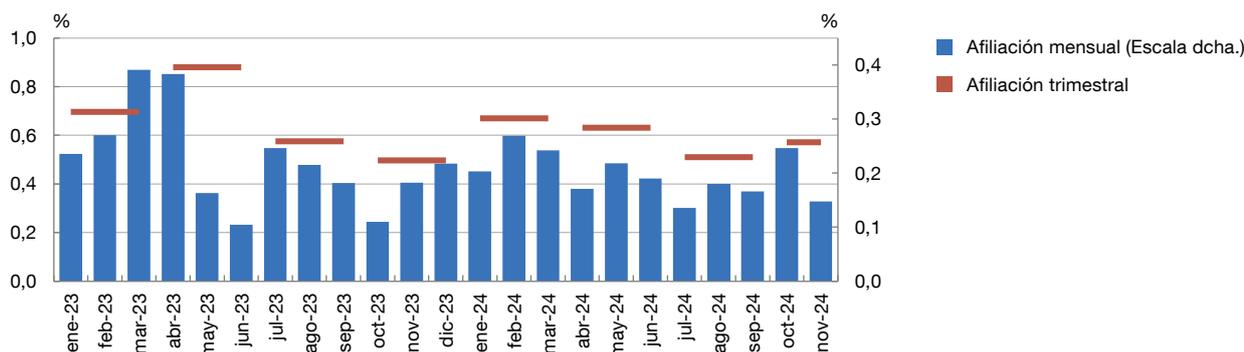
6 Para más detalles, véanse las [Proyecciones](#) de este documento.

## 12 En el cuarto trimestre, el empleo seguiría creciendo a un ritmo similar al del tercer trimestre

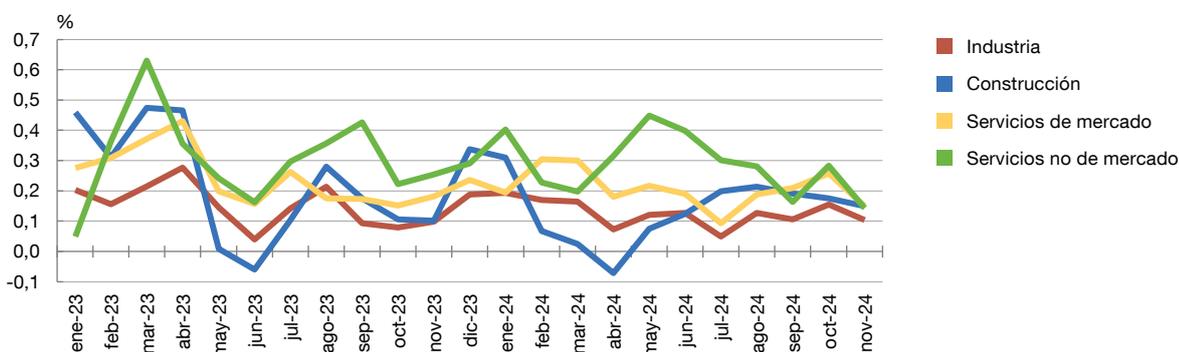
- En octubre, la afiliación a la Seguridad Social presentó un crecimiento del 0,25 % en tasa mensual desestacionalizada (gráfico 12.a), por encima del observado en el promedio del tercer trimestre  $-0,16\%$ . En noviembre, esta tasa de avance se moderó hasta el 0,15 %. En todo caso, para el conjunto del trimestre, estas dinámicas auguran un comportamiento del empleo similar al registrado en el trimestre previo.
- Por ramas de actividad, la evolución de la ocupación continúa siendo heterogénea (gráfico 12.b). En particular, en el promedio de los dos últimos meses, destaca el mayor dinamismo de la afiliación en sectores como el transporte, la hostelería y las actividades financieras.
- La creación de empleo durante los tres primeros trimestres del año siguió concentrándose en los trabajadores foráneos. Así, de acuerdo con los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), en este período el número de ocupados se incrementó en unas 433.300 personas con respecto a los registros alcanzados a finales de 2023. De este incremento, cerca del 85 % correspondió a ocupados extranjeros o con doble nacionalidad.

Gráfico 12

12.a Afiliación total. Tasas mensuales y trimestrales (a)



12.b Tasas de variación mensual de la afiliación en industria, construcción y servicios (b)



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

a Tasas mensuales y trimestrales desestacionalizadas. Para la tasa del cuarto trimestre de 2024 se han utilizado solamente los datos de octubre y noviembre.  
b Tasas mensuales desestacionalizadas.

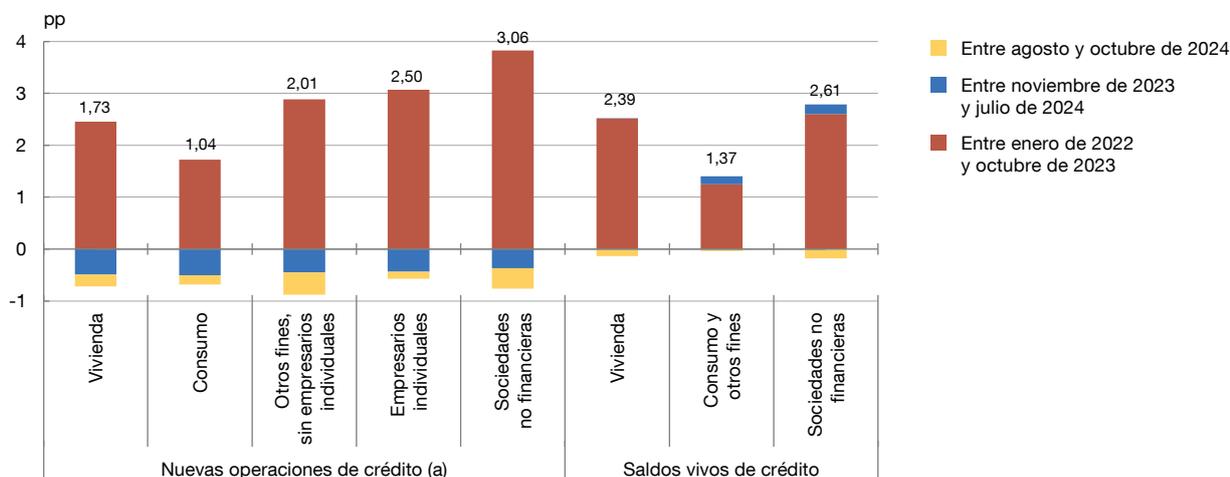


### 13 La financiación al sector privado ha seguido aumentando en los últimos meses, en un contexto de reducción gradual de los tipos de interés

- Los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito continuaron reduciéndose en los últimos tres meses en todos los segmentos y el coste medio de los préstamos vivos ha comenzado a mostrar ligeros descensos (gráfico 13.a).
- Según la **Encuesta de Préstamos Bancarios**, los criterios de concesión de préstamos no presentaron cambios significativos en el tercer trimestre, mientras que la demanda de crédito aumentó de forma generalizada por segundo trimestre consecutivo. Para el último trimestre del año, los bancos encuestados esperan, en general, una estabilidad de la oferta de crédito y un aumento de las peticiones de fondos. Por otra parte, según la **Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación**, la percepción de las empresas españolas sobre su acceso a la financiación bancaria habría mejorado en el tercer trimestre.
- En este contexto, la financiación a los hogares creció en octubre a un ritmo intertrimestral anualizado algo por encima del 2 %, con una progresiva recuperación del crédito a vivienda y una aportación del crédito al consumo que continúa siendo destacable. Por su parte, la financiación a las empresas aumentó un 3,3 %, fundamentalmente debido a los préstamos del exterior y a la emisión de valores. En cambio, los préstamos de las entidades residentes, aunque con señales de recuperación, mantuvieron una cierta debilidad en un entorno de avances modestos de la **inversión empresarial**.

Gráfico 13

13.a Variación en el coste del crédito desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la política monetaria



FUENTE: Banco de España.

a Son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Ajustados por componente estacional e irregular.

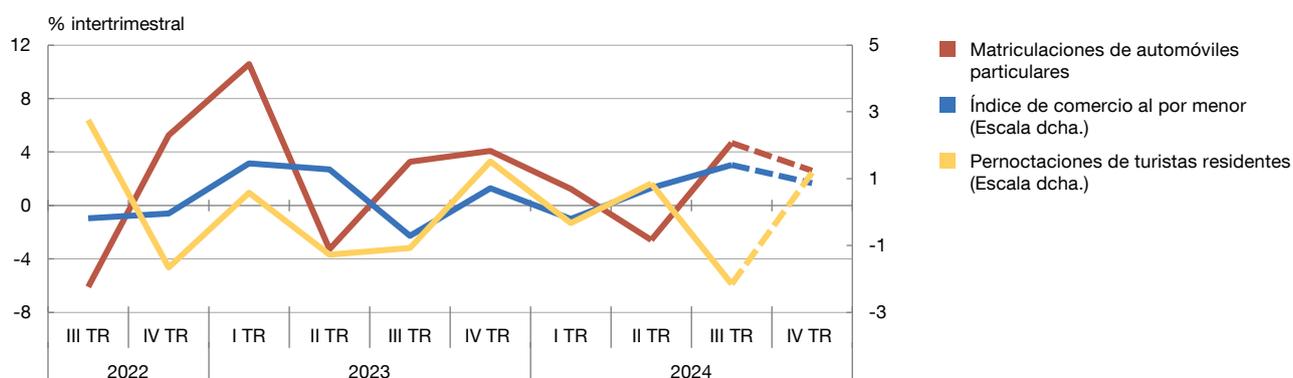


## 14 El consumo privado mantendría, en el cuarto trimestre, la senda de recuperación mostrada en los dos trimestres previos

- Tras experimentar una sensible aceleración en los trimestres centrales del año —en los que esta rúbrica registró tasas de avance intertrimestral en torno al 1 %—, se espera que el consumo de las familias siga siendo uno de los principales soportes del crecimiento de la economía española en los próximos trimestres.
- A este dinamismo del consumo privado —que es coherente con la evolución más reciente de diversos indicadores de gasto (gráfico 14.a)— contribuirían, entre otros factores, la fortaleza que continúa mostrando el **mercado de trabajo**, la progresiva **mejoría proyectada sobre las condiciones financieras** y unos elevados niveles de ahorro. En efecto, en el segundo trimestre de 2024, la tasa de ahorro de las familias aún se situaba, en términos ajustados de estacionalidad, en el 13,1 % de su renta disponible, 4,5 pp por encima de la observada en el promedio del período 2000-2019.
- En todo caso, cabe reseñar la elevada incertidumbre existente acerca del nivel al que la tasa de ahorro podría converger en un futuro próximo. En este sentido, un análisis de los datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF)<sup>7</sup> sugiere que la propensión marginal a consumir habría descendido de forma apreciable en nuestro país entre 2017 y 2022, un fenómeno que habría sido más acusado entre los hogares de mayor renta y en aquellos sin vivienda en propiedad.

Gráfico 14

14.a Evolución de los indicadores habituales de gasto (a)



FUENTES: Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones, INE y EFF.

a La tasa del cuarto trimestre de 2024 se ha calculado con los datos observados del mes de octubre para las pernoctaciones y el índice de comercio al por menor y con la media del período octubre-noviembre para las matriculaciones de automóviles particulares.



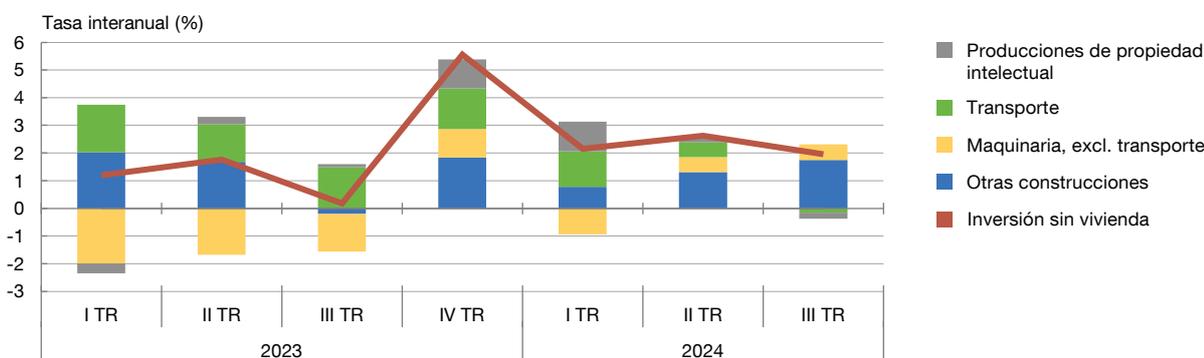
7 Véase «Evolución de la propensión marginal al consumo de los hogares españoles», de próxima publicación.

## 15 La inversión productiva mantendría un avance modesto en el tramo final del año, mientras que la inversión en vivienda podría experimentar una aceleración

- A lo largo de los últimos trimestres, la inversión productiva —que excluye la vivienda, pero no las otras construcciones— ha venido mostrando crecimientos relativamente modestos —acordes con tasas interanuales de en torno al 2 % (gráfico 15.a)—, lo que ha contribuido a que esta rúbrica aún se mantenga 1,6 pp por debajo de su nivel previo a la pandemia.
- Los indicadores cualitativos más recientes vienen ofreciendo señales mixtas durante el trimestre en curso. Así, por ejemplo, en octubre-noviembre el PMI de bienes de equipo presentó una mejora con respecto al tercer trimestre, impulsada por el buen comportamiento de los nuevos pedidos. En el mismo sentido apuntan los últimos datos de la EBAE<sup>8</sup>, según los cuales las empresas reportan un incremento de la inversión en el cuarto trimestre, especialmente en el sector industrial. Por el contrario, los indicadores de confianza industrial apuntarían a un empeoramiento de la inversión en el mismo período.
- En contraste con estas dinámicas, el indicador de ejecución de obra apunta a una aceleración de la inversión en vivienda en el cuarto trimestre. Todo ello en un contexto en el que las compraventas de vivienda se mantienen cerca del nivel alcanzado a mediados de 2022 y en el que el precio de la vivienda creció un 8,1 % interanual en el tercer trimestre, una tasa tres décimas superior a la observada en el trimestre anterior.

Gráfico 15

15.a Contribuciones al crecimiento de la inversión



FUENTE: INE.



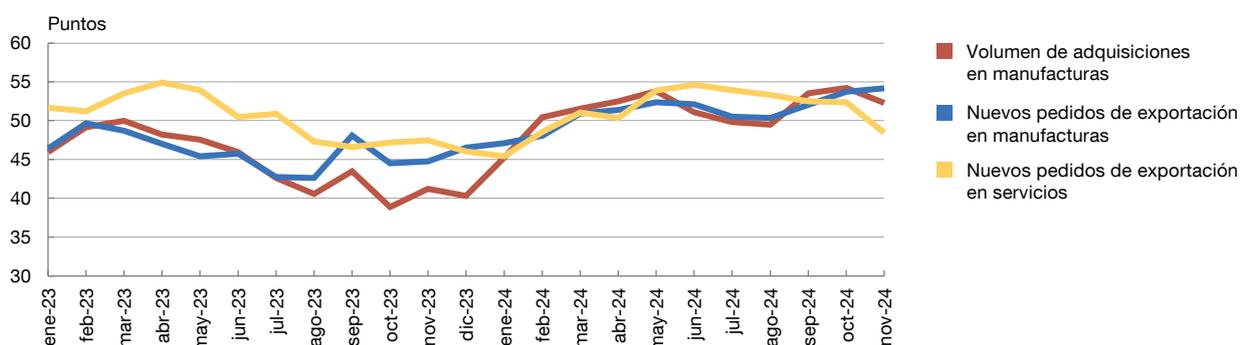
8 Fernández Cerezo e Izquierdo (2024).

## 16 Las exportaciones prolongarían su buen comportamiento reciente, en un entorno de cierta recuperación de las importaciones

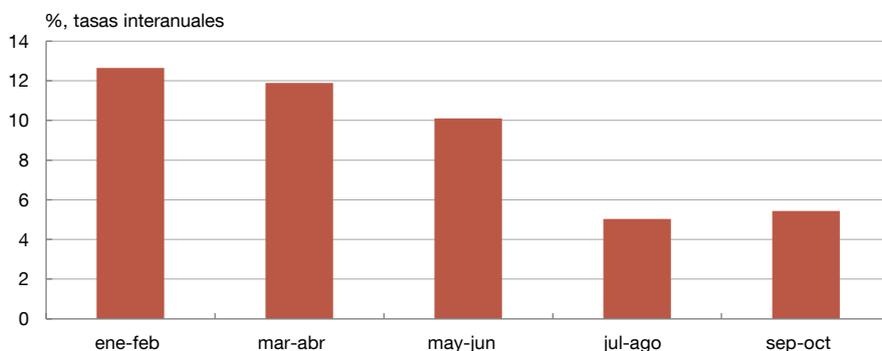
- Las exportaciones avanzaron a una robusta tasa interanual del 5,1 % en el tercer trimestre, impulsadas por las exportaciones de servicios (+13,4 %), tanto turísticos como no turísticos. Por su parte, las importaciones también se aceleraron, hasta un crecimiento interanual del 3,6 %, sensiblemente por encima del registrado en los dos trimestres previos —inferior al 1 %—.
- Los indicadores coyunturales más recientes sugieren que estas dinámicas podrían prolongarse en el cuarto trimestre del año. Así, los indicadores PMI de nuevos pedidos de exportación y de volumen de adquisiciones en manufacturas se han mantenido en terreno expansivo (gráfico 16.a). De igual modo, las expectativas recogidas en la última Encuesta de Coyuntura de la Exportación son positivas, aunque se ven parcialmente lastradas por las perspectivas bajistas del sector del automóvil.
- Por el lado de los servicios, el indicador de nuevos pedidos exteriores se deterioró en noviembre, al tiempo que el avance interanual de las exportaciones de turismo se habría moderado en los últimos meses, como reflejan las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros (gráfico 16.b). Este menor dinamismo, junto con la previsible recuperación de las importaciones asociada a un mayor vigor de la demanda interna, limitará de cara al futuro la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB.

Gráfico 16

16.a Indicadores PMI



16.b Pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros en España en 2024



FUENTES: S&amp;P Global e INE.

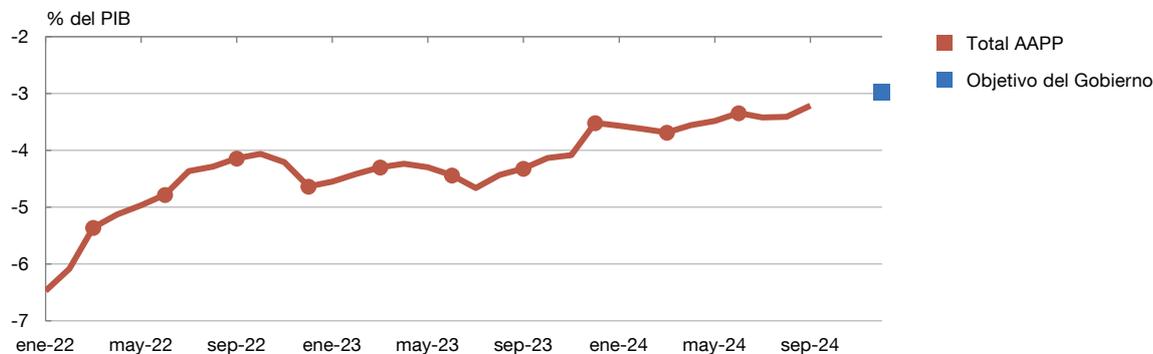


## 17 En 2024, el déficit público podría situarse por encima del 3% del PIB, en parte como consecuencia de los gastos extraordinarios derivados de las medidas de política económica adoptadas como respuesta a las inundaciones recientes

- Hasta septiembre, el déficit de las AAPP acumulado a doce meses se situó en el 3,2% del PIB, tres décimas menos que en diciembre de 2023 (gráfico 17.a). Esto sería resultado, entre otros factores, de un avance de los gastos del 5,8% interanual en el período enero-septiembre, ligeramente inferior al de los ingresos —del 6,6%—.
- Al margen de estas dinámicas, se estima que la respuesta fiscal relacionada con la DANA que afectó a finales de octubre a varias provincias españolas podría suponer un aumento puntual del déficit cercano al 0,5% del PIB y que se repartiría entre este año y el próximo<sup>9</sup>. Tal impacto sobre las cuentas públicas podría verse minorado en la medida en que parte de los desembolsos se financien con recursos procedentes de los fondos estructurales de la UE. En todo caso, estos gastos, así como los derivados de diversas sentencias recientes en contra de la hacienda pública<sup>10</sup>, tendrían un carácter extraordinario y no afectarían a la evaluación por parte de las autoridades europeas del déficit público español en el contexto del marco de gobernanza fiscal de la UE.
- Por otra parte, en los últimos meses cabe destacar dos iniciativas con implicaciones sobre el déficit público<sup>11</sup>. Por un lado, el **Proyecto de Ley por la que se establece un Impuesto Complementario para garantizar un nivel mínimo global de imposición para los grupos multinacionales y los grupos nacionales de gran magnitud**, actualmente en tramitación en el Senado, que establece diversas medidas de aumento de los ingresos públicos. Por otro lado, el **Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo**, que establece una senda de crecimiento máximo del gasto primario, neto de medidas discrecionales de ingresos y otros componentes, para el período 2025-2031.

Gráfico 17

17.a Saldo presupuestario de las AAPP (a)



FUENTES: Banco de España, Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) y Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028 (octubre de 2024).

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



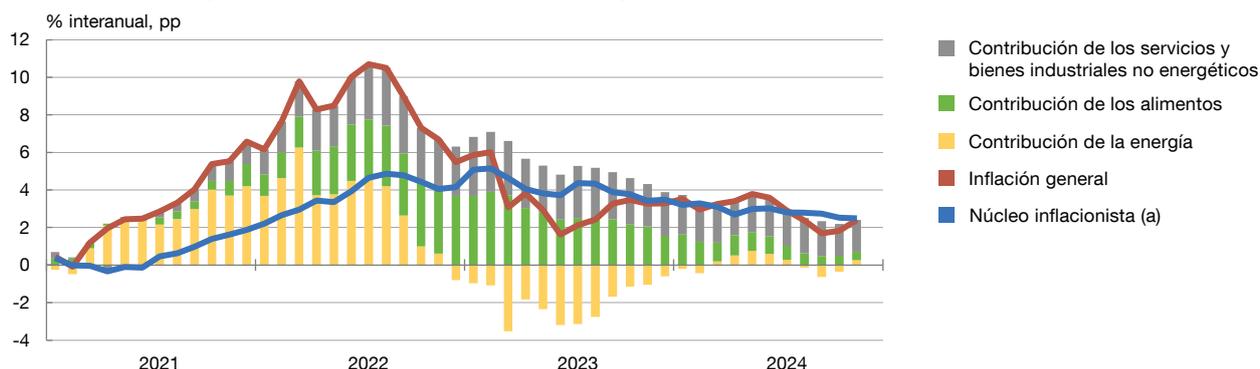
- 9 Los principales desembolsos estarían asociados a ayudas directas a hogares y empresas, incluyendo las indemnizaciones del Consorcio de Compensación de Seguros. Las medidas se recogen en los **reales decretos-leyes 6/2024 y 7/2024**. Posteriormente, el **Real Decreto-ley 8/2024** estableció medidas adicionales, cuantitativamente menos importantes, que no pudieron ser incluidas en el actual ejercicio de proyecciones debido a su aprobación más tardía.
- 10 En particular, las sentencias sobre el derecho a deducción de los mutualistas en el IRPF y sobre la inconstitucionalidad de algunos aspectos del Real Decreto-ley 3/2016 relativos al impuesto sobre sociedades, para las que se estima un impacto en 2024 de 3.900 millones de euros, en línea con lo observado por la AEAT hasta octubre.
- 11 Para más detalles sobre estos y otros aspectos fiscales relevantes para el actual ejercicio de previsiones, véanse las **Proyecciones** de este documento.

## 18 La inflación general repuntó en noviembre, si bien la senda de moderación observada entre agosto y octubre fue más intensa de lo esperado

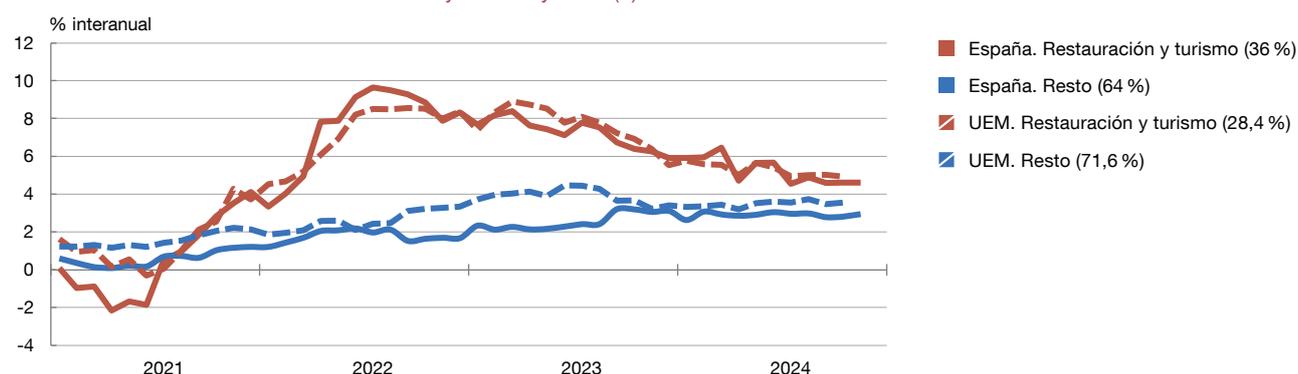
- El descenso de la inflación general desde el 2,4 % en agosto hasta el 1,8 % en octubre fue más acusado de lo previsto en el anterior ejercicio de proyecciones, debido, sobre todo, a las sorpresas a la baja en el componente energético y, en menor medida, en los precios de los alimentos<sup>12</sup>. En noviembre, la inflación general se aceleró hasta el 2,4 % (gráfico 18.a), a causa, fundamentalmente, de los efectos base en los precios de la energía y pese a la moderación de los precios de los alimentos, que fue ligeramente más acusada de lo esperado.
- Por su parte, el núcleo inflacionista (IAPC, excluidos energía y alimentos) prolongó una senda de suave descenso, hasta una tasa interanual del 2,5 % en noviembre, 0,3 pp menos que en agosto y en línea con las previsiones. Entre sus componentes, los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron tasas de crecimiento muy moderadas —del 0,2 % en noviembre—, mientras que la inflación de los servicios mantuvo una mayor persistencia, hasta situarse en el 3,5 % en noviembre —ligeramente por encima de lo previsto—, solo levemente por debajo del 3,7 % registrado en agosto. Entre las rúbricas de servicios, en línea con lo observado en el área del euro, destacan las elevadas tasas en la inflación de la restauración y el turismo, que, además, han mostrado recientemente una cierta ralentización en su senda de desaceleración, iniciada a principios de 2023 (gráfico 18.b).

Gráfico 18

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



### 18.b Inflación de los servicios: restauración y turismo y resto (b)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.

b Entre paréntesis, el peso de cada grupo en la inflación de los servicios.



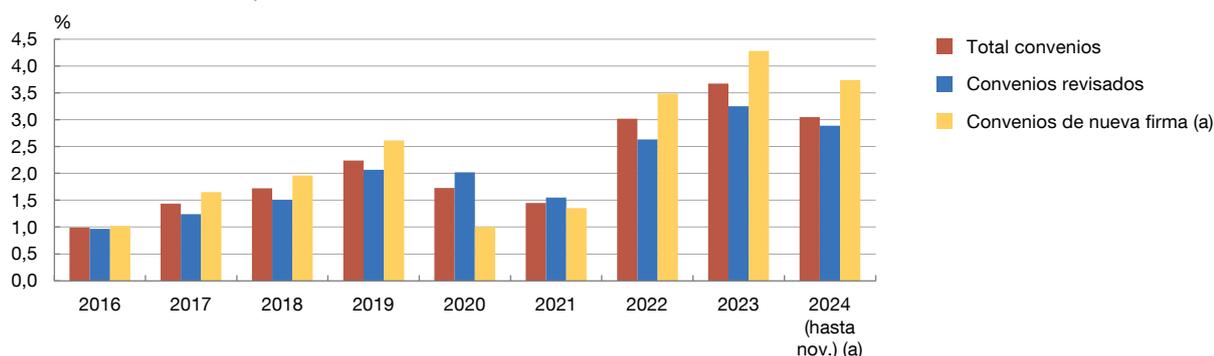
12 En un contexto en el que la desaceleración de los precios alimenticios se contuvo en octubre debido a la reversión parcial de la rebaja del IVA de los alimentos esenciales. En concreto, el Real Decreto-ley 4/2024, de 26 de junio, estableció que a partir del 1 de octubre se incrementase el tipo del IVA de los alimentos esenciales desde el 0 % al 2 % y el de las pastas y aceites de semillas desde el 5 % al 7,5 %.

## 19 El avance de la productividad está contribuyendo a la desaceleración de los costes laborales unitarios

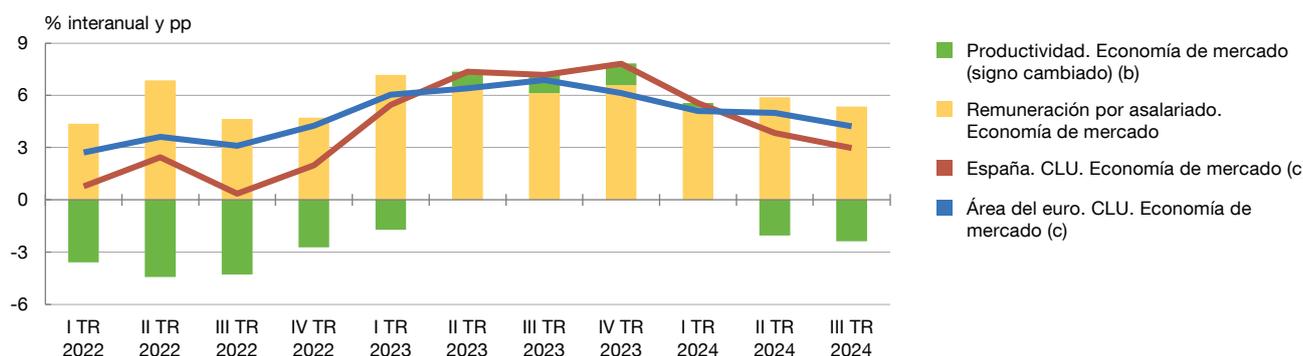
- Con información hasta noviembre, el incremento salarial medio pactado en convenio para 2024 alcanza el 3,1 %, 0,6 pp por debajo del acordado en 2023 (gráfico 19.a). Un alto porcentaje de los asalariados con convenios cerrados para 2024 —casi el 80 %— tienen convenios firmados en años anteriores, que incorporan un incremento salarial medio del 2,9 %. En los nuevos convenios firmados en 2024, el aumento salarial pactado se eleva hasta el 3,7 %.
- A pesar de esta relativa moderación salarial en la negociación colectiva, la remuneración por asalariado en la economía de mercado ha mostrado un incremento interanual del 5,5 % en el promedio de los tres primeros trimestres del año, lo que refleja una deriva salarial positiva cercana a los 2 pp.
- En todo caso, en los últimos trimestres, tanto en España como en el área del euro se viene observando una desaceleración en el ritmo de avance de los costes laborales unitarios (CLU), que es algo más intensa en España —desde el 7,8 % interanual a finales de 2023 hasta el 3 % en el tercer trimestre de este año—. Esta desaceleración se explica, principalmente, por el aumento reciente de la productividad, tras los descensos registrados por esta variable durante el año pasado (gráfico 19.b).

Gráfico 19

### 19.a Incremento salarial pactado



### 19.b CLU. Economía de mercado. Evolución y contribuciones



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social e INE.

a Los convenios de nueva firma hasta noviembre de 2024 se refieren solo a 1.937.004 trabajadores (el 21,3 % del total de trabajadores con convenios cerrados para 2024).

b La productividad se define como valor añadido bruto sobre el total de asalariados en un determinado sector.

c La variación de los CLU puede aproximarse como la suma de la variación de la remuneración por asalariado y la variación de la productividad (cambiada de signo). Por tanto, una contribución positiva de la productividad en el gráfico se interpreta como el efecto de una caída de la productividad.

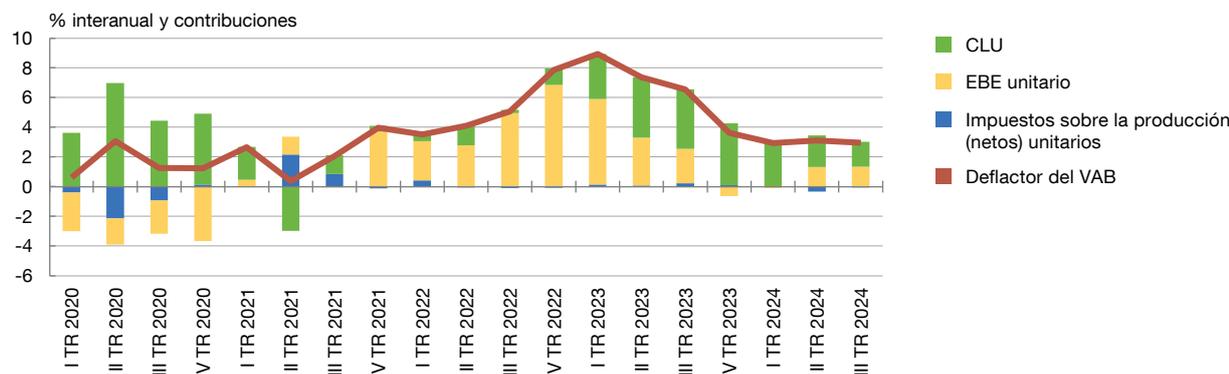


## 20 En los últimos trimestres, las presiones inflacionistas internas se mantienen estables, en la medida en que los márgenes empresariales han compensado la desaceleración de los costes laborales unitarios

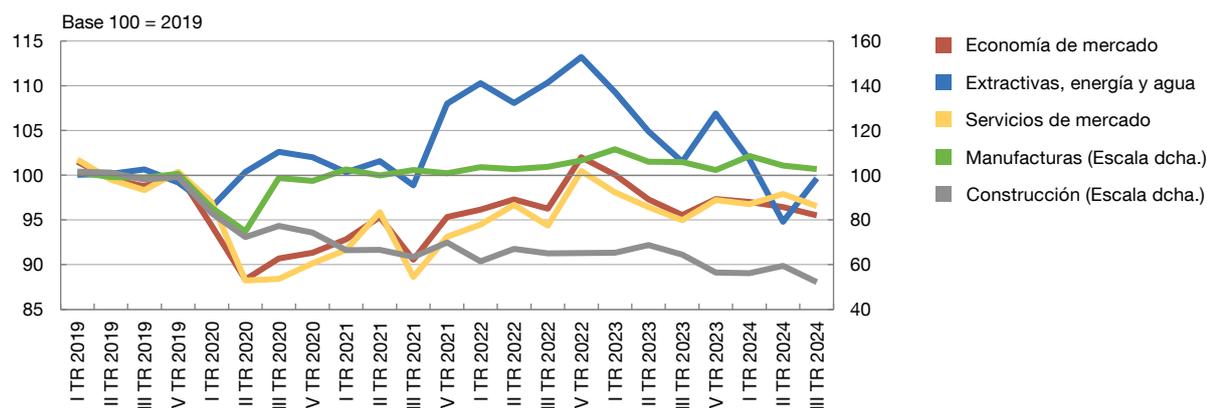
- El deflactor del valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado ha mantenido un crecimiento interanual estable, en el entorno del 3 %, desde comienzos de 2024. Esta evolución refleja una moderación en el ritmo de avance de los CLU, que se habría visto compensada por una progresiva recuperación de la contribución del excedente bruto de explotación (EBE) unitario (gráfico 20.a).
- No obstante, la ratio entre el EBE y el VAB de la economía de mercado aún se encuentra por debajo de los registros previos a la pandemia (gráfico 20.b), de acuerdo con la CNTR publicada por el INE<sup>13</sup>. Persiste, en cualquier caso, una notable heterogeneidad entre sectores, como prueban las diferencias en la evolución de la mencionada ratio que se aprecian, por ejemplo, en la industria y en la construcción.

Gráfico 20

### 20.a Deflactor del VAB de la economía de mercado



### 20.b Evolución de los márgenes empresariales (EBE/VAB) según la CNTR. Desglose por sectores



FUENTES: Banco de España e INE.



13 Para un mayor grado de detalle sobre la interpretación y la evolución reciente de distintas medidas alternativas que buscan aproximar los márgenes empresariales, véase el [sitio web del Observatorio de Márgenes Empresariales](#), en el que participan el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, la AEAT y el Banco de España.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA  
ESPAÑOLA (2024-2027)**

## Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2027)

Esta sección presenta los principales rasgos de la actualización de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española a lo largo del horizonte 2024-2027<sup>1</sup>.

Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el PIB crecería un 3,1 % en 2024, cuatro décimas más que en 2023. Posteriormente, el ritmo de avance del producto se desaceleraría gradualmente, hasta unas tasas del 2,5 %, el 1,9 % y el 1,7 % en 2025, 2026 y 2027, respectivamente. La tasa de desempleo, que se situó en el 12,2 % en 2023, experimentaría un descenso paulatino a lo largo del horizonte de proyección, hasta alcanzar un valor ligeramente por debajo del 10 % en 2027. Por el lado de los precios, se espera que la inflación general, que promedió un 3,4 % en 2023, disminuya de manera progresiva en 2024, 2025 y 2026, hasta unas tasas del 2,9 %, el 2,1 % y el 1,7 %, respectivamente. En 2027, en cambio, la tasa de inflación general promedio podría experimentar un repunte, hasta el 2,4 %, como resultado de la introducción prevista de un nuevo régimen de comercio de derechos de emisión en la Unión Europea, que afectaría fundamentalmente a los precios energéticos. En lo que se refiere a la inflación subyacente, se proyecta una senda de desaceleración gradual, desde una tasa del 2,9 % en 2024 hasta el 1,8 % en 2027 (cuadro 1).

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

### Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones

El ejercicio de proyecciones se sustenta sobre un conjunto de supuestos técnicos acerca de la evolución futura de determinadas variables macroeconómicas, financieras y fiscales. Además, los datos más recientes acerca de la evolución del PIB en los trimestres precedentes implican, con respecto al ejercicio de previsiones anterior<sup>2</sup>, un punto de partida distinto a partir del cual se proyectan las sendas futuras de la actividad y los precios. Este apartado describe, brevemente, los supuestos del ejercicio actual y el papel que los datos más recientes desempeñan en el mismo.

1 Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 17 de septiembre, las actuales incorporan la información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, los datos de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del tercer trimestre de 2024, las Cuentas Trimestrales No Financieras de los Sectores Institucionales (CTNFSI) del segundo trimestre de 2024, la serie de la Contabilidad Nacional Anual del período 1995-2023 que ha resultado de la Revisión Estadística 2024 y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de distintas variables clave en el ejercicio de proyecciones. La fecha de cierre de las proyecciones y de la recogida de información es el 27 de noviembre, excepto para la información referente a los mercados exteriores y los supuestos técnicos, que es el 20 de noviembre.

2 "Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Septiembre de 2024". *Boletín Económico – Banco de España*, 2024/T3.

Cuadro 1

## Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

	PIB				IAPC				IAPC sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Diciembre de 2024	3,1	2,5	1,9	1,7	2,9	2,1	1,7	2,4	2,9	2,3	1,9	1,8	11,5	10,8	10,4	9,9
Septiembre de 2024	2,8	2,2	1,9	—	2,9	2,1	1,8	—	2,8	2,2	1,9	—	11,5	11,0	10,7	—

FUENTES: Banco de España e INE.

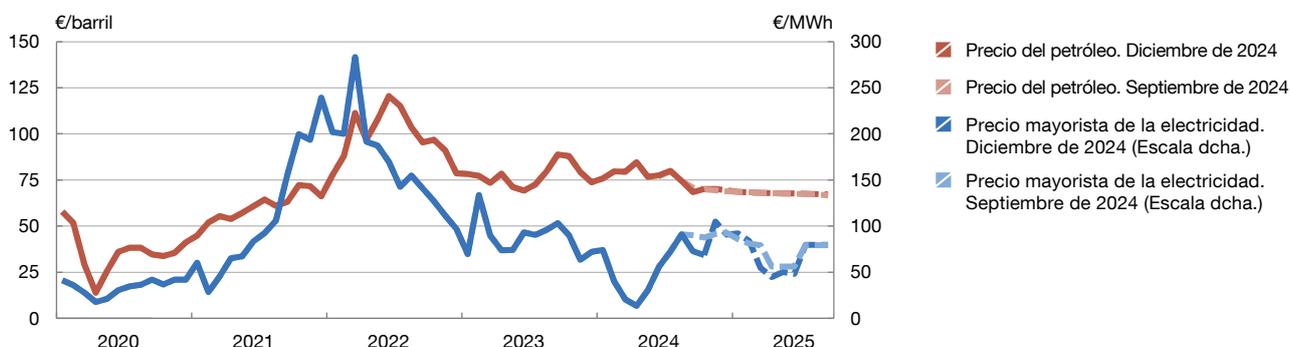
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: avance del tercer trimestre de 2024.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 27 de noviembre de 2024.

b Media anual.

Gráfico 1

## 1.a Evolución de los precios de la energía



FUENTES: OMIE y Reuters.

**Supuestos sobre la evolución de los precios de la energía<sup>3</sup>.** De acuerdo con los mercados de futuros y la proyección del tipo de cambio, se prevé que el precio del petróleo medido en euros mantenga una senda de moderación de cara al futuro similar a la prevista tres meses atrás<sup>4</sup>. En lo referente a la electricidad, los nuevos supuestos oscilan en torno a los contemplados en septiembre, arrojando, de media, un precio algo por debajo del previsto anteriormente. Cabe resaltar que, tanto en el caso del petróleo como en el de la electricidad, los mercados estiman que su precio permanecerá a lo largo del horizonte de proyección por encima de los valores observados antes de la pandemia (gráfico 1).

3 En los ejercicios de previsión del Eurosistema, la evolución esperada de los precios de las materias primas energéticas a lo largo del horizonte de proyección se aproxima a partir de su cotización en los mercados de futuros.

4 La estabilidad, entre los ejercicios de septiembre y diciembre, relacionada con la evolución futura prevista para el precio del petróleo en euros es el resultado de dos factores que se contrarrestan: por un lado, la senda que los mercados de futuros anticipan ahora para el precio del petróleo medido en dólares es más baja que la prevista en septiembre; por otro, como se señala más adelante, las proyecciones actuales contemplan un euro más depreciado que el anticipado tres meses atrás.

Cuadro 2

**Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)**

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

	2023	Proyecciones de diciembre de 2024				Diferencia entre las previsiones actuales y las de septiembre de 2024 (b)		
		2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
Mercados de exportación de España (c)	-0,2	0,9	2,7	3,2	3,0	0,3	-0,4	0,0
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	83,7	81,8	71,8	70,1	69,2	-0,7	-3,1	-2,3
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,08	1,08	1,06	1,06	1,06	-0,01	-0,05	-0,05
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	115,6	116,1	114,3	114,3	114,3	-0,7	-3,5	-3,5
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	3,4	3,6	2,1	2,0	2,2	0,0	-0,3	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	3,5	3,2	3,2	3,3	3,5	0,0	-0,1	-0,1

FUENTES: Banco de España y BCE.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 20 de noviembre. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro» de diciembre de 2024.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

**Supuestos sobre la evolución de los tipos de interés<sup>5</sup>.** De acuerdo con las expectativas de los mercados financieros internacionales, los tipos de interés a corto plazo se reducirán progresivamente durante el período 2024-2026, repuntando levemente en 2027. En conjunto, estas expectativas implican, hasta el año 2026, una senda de tipos a corto plazo más baja que la contemplada en el ejercicio de septiembre. Por su parte, los tipos de interés a largo plazo experimentarían un ligero aumento a lo largo del horizonte de proyección, que, sin embargo, sería menos intenso que el contemplado tres meses atrás (cuadro 2). Con todo, las condiciones de financiación de hogares y empresas serían más holgadas en el actual ejercicio de proyecciones que en el ejercicio de septiembre.

**Supuestos sobre la evolución de los mercados exteriores.** Los supuestos técnicos anticipan una recuperación de los mercados de exportación de España en el período 2025-2027, que estaría fundamentalmente en línea con la evolución prevista para la actividad económica del área del euro y sus flujos comerciales<sup>6</sup>. Dicha recuperación sería, no obstante, menos intensa que la

5 Los supuestos relativos a las sendas futuras de los tipos de interés de mercado —al igual que sucede en el caso de los precios del petróleo y de otras materias primas— están basados en las cotizaciones observadas en los mercados financieros internacionales en la fecha de cierre de la información —20 de noviembre—.

6 El ejercicio de previsiones del Eurosistema contempla un crecimiento del área del euro del 1,1%, el 1,4% y el 1,3% en 2025, 2026 y 2027, respectivamente, desde el 0,7% en 2024, y una notable aceleración de sus exportaciones e importaciones a lo largo del horizonte de proyección. La senda de crecimiento del área del euro implica, sin embargo, una revisión a la baja con respecto al ejercicio de previsiones del Eurosistema de hace tres meses.

anticipada tres meses atrás en lo referente a 2025. Por su parte, el tipo de cambio nominal del euro se encuentra ahora algo más depreciado que en el anterior ejercicio de proyecciones, tanto con respecto al dólar estadounidense como en términos efectivos (cuadro 2). Una parte significativa de estos desarrollos estaría asociada al resultado de las elecciones presidenciales celebradas en Estados Unidos a principios de noviembre y a las posibles medidas de política económica que la nueva Administración electa —liderada por el presidente Trump— podría desplegar en los próximos meses en materia arancelaria, migratoria, fiscal y regulatoria.

**Supuestos sobre la política fiscal en España.** Con respecto a las proyecciones de septiembre, los supuestos fiscales incorporan las siguientes novedades con impacto en el déficit público:

- El Proyecto de Ley por la que se establece un Impuesto Complementario para garantizar un nivel mínimo global de imposición para los grupos multinacionales y los grupos nacionales de gran magnitud. Se estima que el conjunto de medidas contenidas en este proyecto implicaría un aumento de los recursos públicos del 0,3 % del PIB en 2025, magnitud que se iría reduciendo en años posteriores como consecuencia del carácter temporal de algunas de dichas iniciativas<sup>7</sup> y por el efecto contrapuesto sobre los ingresos públicos que tendría la propuesta de rebaja progresiva del tipo impositivo para las pequeñas empresas. Cabe señalar que el impacto estimado en 2025 estaría, en gran medida, incluido en el ejercicio de proyecciones de septiembre, ya que la extensión a dicho año de algunas medidas ya había sido anunciada previamente por el Gobierno<sup>8</sup>, mientras que el impacto recaudatorio del nuevo mínimo en el impuesto sobre sociedades no se observará hasta 2026. En conjunto, el efecto total de los mencionados cambios normativos sobre las previsiones es muy reducido en lo que se refiere a 2025 y alcanza una cuantía inferior al 0,2 % del PIB en 2026 y 2027.
- Las medidas aprobadas en respuesta a la DANA que afectó a varias provincias españolas a finales de octubre<sup>9</sup>. Si bien con una considerable incertidumbre, se estima que dichas medidas implicarían un incremento del gasto de en torno al 0,5 % del PIB, que se repartiría entre 2024 y 2025.

7 Por ejemplo, la prórroga del límite del 50 % a las deducciones de grupos empresariales en el impuesto sobre sociedades por pérdidas de filiales y el nuevo impuesto sobre el margen de intereses y comisiones de las entidades financieras, cuya vigencia se extendería durante tres años.

8 Entre las medidas previamente anunciadas por el Gobierno se encuentran la extensión a 2025 de los gravámenes temporales, la prórroga temporal del límite a la deducción de pérdidas de filiales en el impuesto sobre sociedades y la reintroducción de límites a la deducción de pérdidas de ejercicios pasados en ese mismo impuesto. Sobre los gravámenes temporales, se asume ahora la sustitución del aplicado a las entidades financieras por un nuevo impuesto temporal sobre el margen de intereses y comisiones de determinadas entidades financieras —a ingresar en 2025-2027—, con una cuantía anual similar. El gravamen temporal a las empresas energéticas se asume que se extenderá solo a 2025, con una recaudación significativamente menor que la anticipada en septiembre, en línea con el acuerdo parlamentario de mínimos alcanzado, que está pendiente de materialización y de la posible definición de un nuevo impuesto sustitutivo sobre estas empresas.

9 Las medidas se recogen en los reales decretos-leyes 6/2024 y 7/2024. Entre las medidas aprobadas se incluyen: compensaciones —tanto del Estado y de las comunidades autónomas como del Consorcio de Compensación de Seguros— por daños a personas, viviendas, enseres, vehículos y establecimientos industriales, mercantiles y de servicios; ayudas específicas al sector agrario; reducciones de impuestos —IBI, impuesto sobre actividades económicas y módulos del IRPF y del IVA— y aplazamientos; exenciones a las cotizaciones sociales de trabajadores en ERTE y autónomos; incremento extraordinario del ingreso mínimo vital y de las pensiones no contributivas; avales a hogares y empresas, y moratorias en préstamos y ayudas para la retirada del lodo y para la reconstrucción de infraestructuras. Posteriormente, un tercer real decreto-ley (8/2024) recogió algunas medidas adicionales, cuantitativamente menos importantes, que no han sido incluidas en este ejercicio de proyecciones ya que su aprobación fue posterior a la fecha de cierre de este.

- Los pagos asociados a diversas sentencias judiciales. Si bien el impacto fiscal en 2024 de dichas sentencias se mantiene con respecto al estimado en el ejercicio de septiembre —0,2 % del PIB—, se han incorporado cuantías adicionales en 2025 —0,1 %— y en el bienio 2026-2027 —0,05 % cada año—, principalmente por el nuevo esquema de pagos a antiguos mutualistas establecido en el proyecto de ley citado anteriormente. En cualquier caso, cabe señalar que en este ámbito continúa existiendo un riesgo al alza sobre el déficit público, en la medida en que permanecen pendientes de cuantificar otras sentencias ya dictadas contra la hacienda pública y no incluidas en el actual ejercicio de proyecciones<sup>10</sup>.

Adicionalmente, la Comisión Europea ha evaluado el *Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo* (PFEMP) que el Gobierno español presentó el pasado 15 de octubre y ha recomendado su aprobación al Consejo de la UE. El PFEMP constituye el elemento fundamental de las nuevas reglas fiscales europeas y sustituye a las actualizaciones anuales del Programa de Estabilidad. En él se establece un ajuste fiscal que deberá realizarse en siete años, expresado en términos de una senda de crecimiento máximo del gasto ajustado<sup>11</sup> neto de medidas de ingresos. En lo que concierne al presente ejercicio de proyecciones, el PFEMP contempla un aumento máximo del gasto neto del 3,5 % en promedio anual durante el período 2025-2027 —del 3,7 %, el 3,5 % y el 3,2 % en 2025, 2026 y 2027, respectivamente—. Sin embargo, el escenario macroeconómico y los supuestos sobre las medidas fiscales que subyacen a las proyecciones presentadas en este documento son coherentes con un crecimiento del gasto primario neto que sería, en promedio, 0,4 puntos porcentuales (pp) superior durante esos tres años —3,9 %, frente al 3,5 % comprometido en el PFEMP—. Esta previsión se encuentra en línea con la valoración llevada a cabo por la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), que, en su *Informe sobre el Plan Fiscal y Estructural a Medio Plazo 2025-2028*, estima un crecimiento promedio del gasto primario neto de 0,3 pp por encima del comprometido en el PFEMP<sup>12</sup>. De este modo, para cumplir con el compromiso del PFEMP, sería necesario un ajuste adicional promedio de entre 0,3 pp y 0,4 pp anuales en el crecimiento del gasto primario neto a lo largo del horizonte de proyección<sup>13</sup>. Este ajuste adicional no se incluye en el escenario central del presente ejercicio de proyecciones dado que no existe suficiente concreción en cuanto a la forma de llevarlo a cabo. No obstante, de ejecutarse, este conllevaría, previsiblemente, un impacto negativo sobre el crecimiento del PIB estimado en esta publicación, cuya intensidad dependería de la composición de dicho ajuste (véase el apartado de riesgos en esta sección para más detalles y simulaciones)<sup>14</sup>.

10 Por ejemplo, relativas al impuesto especial sobre los hidrocarburos, al impuesto de actividades económicas de operadores de telefonía móvil y a arbitrajes internacionales sobre energías renovables.

11 El gasto ajustado se define como el gasto total menos los pagos por intereses, el componente cíclico de las prestaciones y subvenciones por desempleo, los gastos atípicos y los financiados o cofinanciados con fondos europeos.

12 La pequeña diferencia que se observa entre las estimaciones de la AIReF y las del Banco de España refleja distintos supuestos sobre el crecimiento del gasto público, junto al hecho de haber sido elaboradas con un conjunto de información ligeramente diferente.

13 Dado que el gasto primario neto representa aproximadamente un 40 % del PIB, el ajuste adicional requerido, expresado en términos de déficit, sería de algo menos de 0,2 pp del PIB en promedio anual a lo largo del horizonte de proyección.

14 Conviene mencionar que las nuevas reglas fiscales europeas tienen un enfoque plurianual, por cuanto las desviaciones anuales de la regla de gasto se registran en una cuenta de control. En la medida en que dichas desviaciones no superen el 0,3 % del PIB anual —ni el 0,6 % acumulado—, dicha cuenta de control podría utilizarse para aminorar la magnitud del ajuste adicional requerido a lo largo del horizonte 2025-2027. En cualquier caso, los detalles sobre el funcionamiento de la cuenta de control aún se encuentran en proceso de negociación y existe una notable incertidumbre en cuanto a los mismos.

Por último, la trayectoria esperada del gasto financiado con los fondos europeos del programa *Next Generation EU* (NGEU) permanece sin cambios sustanciales. Así, se estima que los gastos vinculados al Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) podrían situarse alrededor del 1 % del PIB en 2024 —lo que implicaría un aumento de 0,3 pp con respecto al nivel registrado en 2023—, alcanzando su impacto máximo en 2025 y 2026. Posteriormente, el PRTR continuaría teniendo impactos positivos sobre la economía, tanto por los efectos retrasados de las transferencias en términos de Contabilidad Nacional como por el posible impacto de los préstamos asociados al programa.

**Nuevos datos y revisiones estadísticas.** Los datos de avance de la CNTR referidos al tercer trimestre de 2024 muestran un crecimiento intertrimestral del PIB en dicho período del 0,8 %, dos décimas por encima de lo anticipado por el Banco de España en las proyecciones de septiembre. Además, el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha revisado al alza algunas tasas de crecimiento del producto correspondientes a los trimestres anteriores. Así, por ejemplo, la del primer trimestre del año ha pasado de un 0,8 % a un 0,9 %. En ausencia de otros cambios, esta nueva información conllevaría, de forma mecánica, un nivel de partida del producto más elevado para el actual ejercicio de proyecciones y una tasa de crecimiento del PIB más alta para 2024.

### Evolución prevista de la actividad

**La actividad económica volvió a mostrar un elevado ritmo de crecimiento en el tercer trimestre.** De acuerdo con los datos de avance de la CNTR publicados por el INE, en ese período el PIB creció un 0,8 % en tasa intertrimestral —3,4 % en términos interanuales—, por encima tanto de lo esperado por el Banco de España en septiembre —0,6 %—<sup>15</sup> como del crecimiento registrado en el área del euro —0,4 %—. De este modo, el PIB de la economía española se situó un 6,6 % por encima del observado antes del comienzo de la pandemia, una brecha que excede en 2,1 pp a la que se aprecia en el área del euro.

**En el tercer trimestre, el consumo privado y el consumo público se erigieron como los principales motores del crecimiento, con una aportación a la tasa intertrimestral de avance del PIB de 0,6 pp y 0,4 pp, respectivamente.** En cambio, tanto la inversión como la demanda externa neta restaron, cada una, 0,1 pp a dicho avance. Cabe destacar que, tras la revisión de los datos pasados de la CNTR, la demanda interna constituyó también la principal fuente de crecimiento en el segundo trimestre, al contrario de lo estimado inicialmente, mientras que la aportación de las exportaciones netas al aumento del PIB fue muy pequeña<sup>16</sup>.

**La información coyuntural relativa al cuarto trimestre, aún muy parcial, apunta a que la actividad habría mantenido un ritmo de expansión robusto en los últimos meses.** En particular, **el análisis de la información disponible en la fecha de cierre de este ejercicio de proyecciones —que**

15 "Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Septiembre de 2024". *Boletín Económico – Banco de España*, 2024/T3.

16 Véase José Luis Fernández, Enrique Moral-Benito y Alberto Urtaun. (2024). "Rasgos básicos de la evolución de la economía española desde la pandemia, en comparativa europea, tras las revisiones de la Contabilidad Nacional". *Boletín Económico – Banco de España*, 2024/T4, 05.

incluye, entre otros, los datos de afiliación a la Seguridad Social, la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), los índices de gestores de compras (PMI) y diversos indicadores de alta frecuencia— sugiere que en el cuarto trimestre el crecimiento del PIB podría situarse entre el 0,6 % y el 0,7 % intertrimestral.

**Es importante destacar la considerable incertidumbre que rodea la estimación de estas tasas de avance, especialmente teniendo en cuenta la dificultad que reviste la valoración del impacto económico durante el trimestre en curso de la DANA que afectó a varias provincias españolas a finales de octubre.** A partir de la evidencia disponible, se estima que dicho impacto —ya incluido en el rango mencionado anteriormente— sería negativo, pero relativamente limitado en el corto plazo: de entre una y dos décimas en la tasa de avance del PIB en el cuarto trimestre. Con una perspectiva temporal más amplia, las dinámicas más recientes observadas en algunos indicadores de alta frecuencia —como el índice de cuellos de botella en la oferta elaborado por el Banco de España<sup>17</sup>, que muestra una disminución de los mismos relativamente rápida en las últimas semanas—, el estudio de otros episodios históricos comparables y la respuesta de política fiscal aprobada por las autoridades —en la medida en que vaya acompañada de un despliegue ágil y efectivo— sugerirían que los efectos económicos adversos de esta catástrofe podrían revertirse durante la primera mitad de 2025<sup>18</sup>.

**De cara a los próximos trimestres, se proyecta una desaceleración gradual de las tasas de avance de la actividad hacia valores más acordes con la capacidad de crecimiento potencial de la economía española, que se situaría, al final del horizonte de proyección, ligeramente por debajo del 2%.** Así, se contempla un crecimiento del PIB del 2,5 % en 2025, del 1,9 % en 2026 y del 1,7 % en 2027 (cuadro 3). En este escenario, la diferencia entre el PIB real y el PIB potencial —esto es, la brecha del producto, *output gap*— sería positiva a lo largo de todo el horizonte de proyección, si bien esta comenzaría a cerrarse muy gradualmente a partir de 2026.

**De acuerdo con estas proyecciones, el crecimiento del PIB en el período 2024-2027 se sustentará en el dinamismo de la demanda interna** (gráfico 2). En particular, el consumo privado será la rúbrica con una mayor aportación al avance de la actividad en este período, fruto de la evolución favorable que se proyecta para la renta disponible, el empleo y la confianza de los hogares, así como del incremento poblacional previsto. Con todo, en 2027 el consumo privado se situaría un 10,4 % por encima de su nivel prepandemia, una brecha positiva menor que la que se observaría para el PIB —del 13,5 %—. Por su parte, la formación bruta de capital, que es el componente de la demanda cuya recuperación con respecto a los niveles previos a la pandemia exhibe un mayor retraso —en particular, en su vertiente privada—, aumentaría su aportación al

17 Véase Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, Carlos Moreno Pérez y Francesca Viani. (2023). "A new supply bottlenecks index based on newspaper data". *International Journal of Central Banking*, 20(2), pp. 17-67.

18 La literatura económica muestra evidencia de que los desastres naturales afectan negativamente a la actividad económica en el corto plazo y de que el efecto tiende a diluirse en el largo plazo, dependiendo de las características económicas e institucionales del país afectado, así como de la respuesta de las políticas públicas. Véase, por ejemplo, Eduardo Cavallo e Ilan Noy. (2010). "The economics of natural disasters. A survey". IDB Working Paper Series, 124, Inter-American Development Bank. Por otro lado, investigaciones recientes sugieren que los esfuerzos de reconstrucción tras una inundación pueden llevar a un incremento del PIB en el medio plazo y que la renovación del capital tras un desastre natural puede generar incrementos de la productividad. Véanse, por ejemplo, Sehrish Usman, Guzmán González-Torres Fernández y Miles Parker. (2024). "Going NUTS: the regional impact of extreme climate events over the medium term". Working Paper Series, 3002, European Central Bank, y Tarikua Erda. (2024). "Disasters, capital, and productivity". Mimeo, Columbia University.

Cuadro 3

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

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

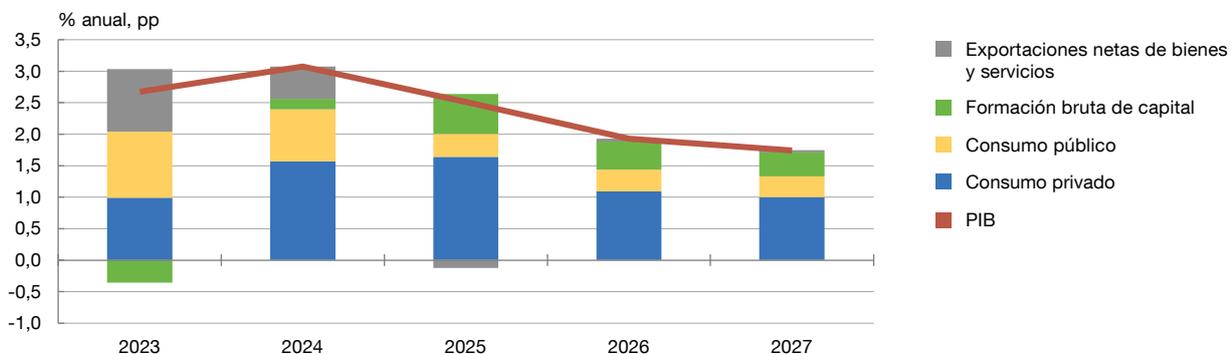
	2023	Proyecciones de diciembre de 2024					Proyecciones de septiembre de 2024		
		2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	
PIB	2,7	3,1	2,5	1,9	1,7	2,8	2,2	1,9	
Consumo privado	1,8	2,8	2,9	2,0	1,8	2,2	2,1	1,8	
Consumo público	5,2	4,2	1,9	1,8	1,7	1,8	2,0	1,7	
Formación bruta de capital	-1,6	0,8	3,1	2,2	1,9	1,8	2,1	2,4	
Exportación de bienes y servicios	2,8	3,3	3,0	3,2	2,9	3,5	2,7	3,2	
Importación de bienes y servicios	0,3	2,1	3,8	3,5	3,2	1,4	2,5	3,5	
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	1,7	2,6	2,6	1,9	1,7	2,0	2,0	1,8	
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	1,0	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,8	0,2	0,1	
PIB nominal	9,1	6,3	4,8	3,8	4,0	5,9	4,4	3,7	
Defactor del PIB	6,2	3,1	2,2	1,8	2,2	3,0	2,2	1,8	
IAPC	3,4	2,9	2,1	1,7	2,4	2,9	2,1	1,8	
IAPC sin energía ni alimentos	4,1	2,9	2,3	1,9	1,8	2,8	2,2	1,9	
Empleo (personas)	3,0	2,1	1,6	1,1	1,0	2,2	1,6	1,1	
Empleo (horas)	2,0	1,2	1,3	1,1	1,0	1,8	1,7	1,1	
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,2	11,5	10,8	10,4	9,9	11,5	11,0	10,7	
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	3,7	4,1	4,2	4,2	3,6	4,5	5,0	5,0	
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,5	-3,4	-2,9	-2,7	-2,7	-3,3	-3,1	-3,2	
Deuda de las AAPP (% del PIB)	105,1	103,1	102,6	102,5	101,8	105,4	105,4	106,3	

FUENTES: Banco de España e INE.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: avance del tercer trimestre de 2024.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 27 de noviembre de 2024.

Gráfico 2

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

FUENTES: Banco de España e INE.

crecimiento del PIB en los próximos trimestres, resultado de un mayor despliegue de los fondos NGEU y de unas mejores condiciones de financiación. Todo ello en un contexto en el que las empresas muestran una situación financiera relativamente holgada en términos agregados. Por el contrario, se espera que el consumo público, que ha exhibido un notable vigor en 2023 y 2024, modere su aportación al aumento de la actividad en los próximos años.

**La aportación de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB se ha ido reduciendo en los últimos trimestres y sería prácticamente nula en 2025-2027** (gráfico 2). El sector exterior, que explicó algo más de un tercio del aumento del producto en 2023, tuvo una contribución cercana a cero en el segundo y el tercer trimestre de este año, de acuerdo con las últimas estimaciones de la CNTR. En el futuro se contempla, en línea con lo mencionado en las proyecciones de septiembre, una gradual desaceleración de las llegadas de turistas internacionales, que mantendrían, no obstante, tasas de crecimiento elevadas a lo largo de los próximos años. Por otro lado, se proyecta una recuperación de las exportaciones de bienes, en concordancia con la recuperación de los mercados exteriores de nuestro país, y una moderación de las exportaciones de servicios no turísticos, que han experimentado un auge destacado tras la pandemia. Por el lado de las importaciones, la revisión de los datos de la Contabilidad Nacional ha arrojado para esta rúbrica un dinamismo mayor que el estimado inicialmente, lo que también ha contribuido a la menor aportación del sector exterior a la actividad en los últimos trimestres. De cara al futuro, se prevé que las compras al exterior continúen ganando tracción, en sintonía con el incremento de la inversión y de las exportaciones de bienes, rúbricas que presentan un elevado contenido importador.

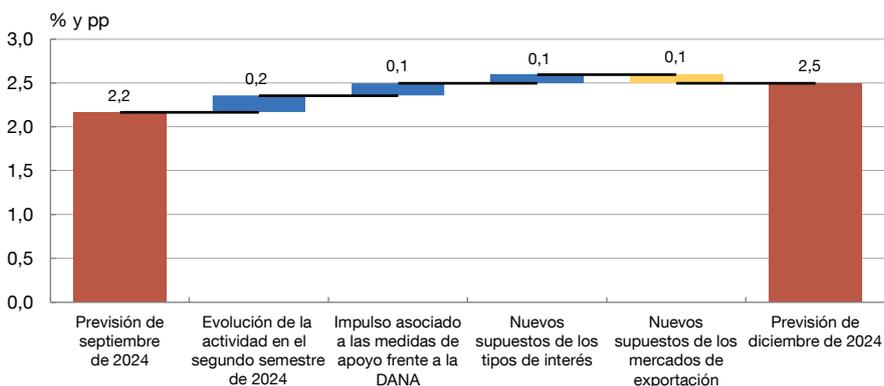
**En relación con el ejercicio de septiembre, las proyecciones actuales comportan una revisión al alza de la tasa de crecimiento del PIB en 2024.** En particular, el ritmo de avance de la actividad previsto para 2024 se incrementa en tres décimas, como consecuencia: i) del efecto arrastre positivo derivado de la revisión de la CNTR publicada a finales de septiembre, ii) del crecimiento del PIB en el tercer trimestre —que, como se ha mencionado, se situó por encima del esperado— y iii) de la fortaleza que la actividad está mostrando en el cuarto trimestre, superior a la prevista en septiembre<sup>19</sup>.

**En 2025, el crecimiento del PIB también se revisa al alza, en tres décimas, debido a la confluencia de varios factores** (gráfico 3). Por un lado, el mayor dinamismo observado en la actividad durante la segunda mitad de 2024 —incluso teniendo en cuenta el impacto negativo de la DANA— acarrea, de forma mecánica, un efecto arrastre positivo sobre la tasa media de crecimiento del PIB en 2025. Por otro lado, como ya se ha señalado, las medidas de apoyo puestas en marcha por las autoridades para paliar los efectos de las inundaciones, junto con los esfuerzos de reconstrucción, generarían un incremento de la demanda interna más enérgico en el primer semestre de 2025 que el contemplado en las proyecciones de septiembre. Por último, el impacto conjunto de los cambios en los supuestos externos sobre la previsión de crecimiento para 2025 es nulo, ya que se compensa el efecto positivo que se deriva de unos menores tipos

19 La sorpresa positiva de la actividad en los últimos meses de 2024 tiene un efecto aún mayor en la tasa de crecimiento anual media de 2025, como se describe a continuación. 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.

Gráfico 3

## 3.a Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2025



FUENTE: Banco de España.

de interés —en relación con las proyecciones de septiembre— con el negativo asociado a un peor desempeño de los mercados exteriores.

**Respecto al mercado laboral, se espera que la creación de empleo se prolongue a lo largo del horizonte de proyección, aunque a un ritmo inferior al de los últimos trimestres.** En particular, se prevé que, frente al incremento del 3 % registrado en 2023, el empleo —medido en términos de personas ocupadas— aumente un 2,1 % en 2024 y se ralentice gradualmente hasta una tasa cercana al 1 % en 2027 (cuadro 3). Estos avances, menores que los proyectados para el PIB, serían compatibles con un relativo dinamismo de la productividad en los próximos años —algo menor que el que esta ha registrado durante los últimos trimestres, pero mayor que el observado a lo largo de las últimas décadas (gráfico 4.a)— que permitiría reducir, en parte, la brecha que se ha abierto desde el estallido de la pandemia de COVID-19 entre el nivel de esta variable y su tendencia previa. La tasa de paro, por su parte, continuará reduciéndose gradualmente durante los próximos años. La intensidad de este descenso se verá condicionada por la moderación prevista en el ritmo de creación de empleo y por la evolución de la población activa, en un escenario en el que los flujos de inmigración seguirían siendo relativamente elevados (gráfico 4.b)<sup>20</sup>. Como resultado de todo ello, la tasa de paro de la economía española se situaría ligeramente por debajo del 10 % en 2027.

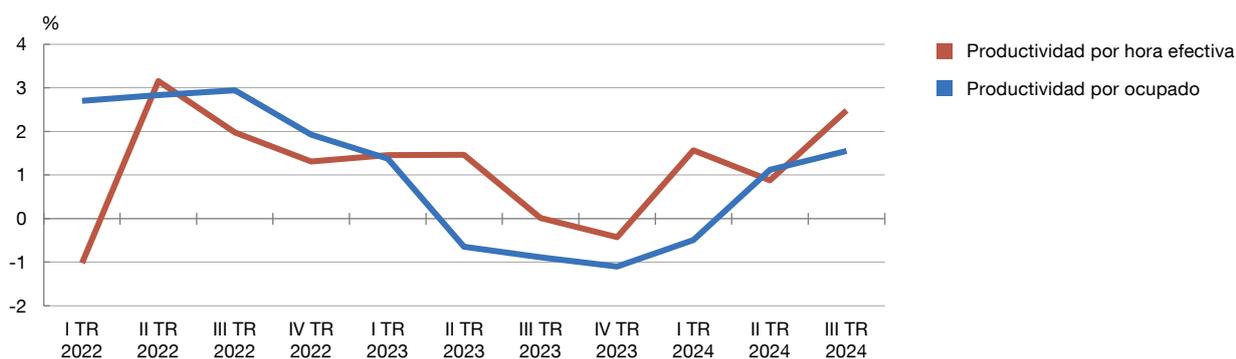
### Evolución prevista de la inflación y los costes laborales

**En los últimos meses, la evolución de la tasa de inflación general —medida como la variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC)— ha sorprendido a la baja.** En particular, aunque pasó del 1,8 % en octubre al 2,4 % en noviembre —mismo valor que en agosto—, este nivel se encuentra 0,1 pp por debajo del previsto, para dicho mes, en el ejercicio

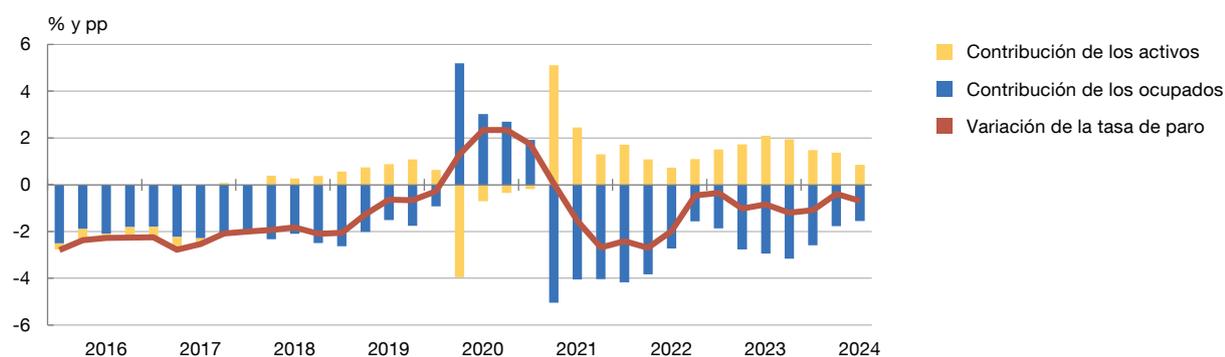
20 De acuerdo con la Estadística de Migraciones y Cambios de Residencia, elaborada por el INE, en 2022 y 2023 el saldo migratorio exterior fue positivo en 730.000 y 640.000 personas, respectivamente, los valores más altos de la última década. En los próximos diez años, el INE proyecta unos flujos migratorios positivos de unas 555.000 personas en promedio cada año, mientras que Eurostat prevé que dichos flujos se sitúen en unas 340.000 personas.

Gráfico 4

## 4.a Productividad (tasa de variación interanual) (a)



## 4.b Tasa de paro (variación interanual y contribución de los ocupados y activos)



FUENTES: Banco de España e INE.

a Datos desestacionalizados.

de proyecciones de septiembre. Esta sorpresa a la baja se explica, fundamentalmente, por una desaceleración de los precios alimenticios más intensa que la esperada, mientras que la aceleración reciente de los precios energéticos ha estado en línea con la prevista<sup>21, 22</sup>.

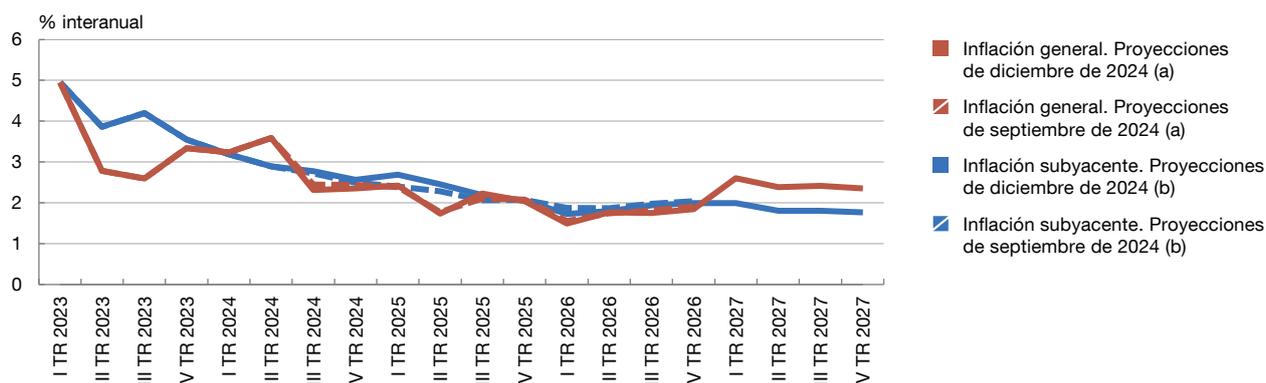
**Por su parte, el núcleo inflacionista que excluye del índice general la energía y los alimentos prosiguió su senda de desaceleración iniciada a mediados de 2023 y, en particular, cayó desde el 2,8% de agosto hasta el 2,5% de noviembre, de acuerdo con lo anticipado.** La desaceleración en estos meses reflejó la evolución tanto del componente de servicios —cuyo ritmo de avance se redujo en 0,2 pp en dicho período— como de los bienes industriales no energéticos, que registraron una desaceleración de 0,5 pp, a pesar de mostrar una elevada volatilidad debido al vestido y calzado. En general, el crecimiento de los precios de los bienes

21 Todo ello independientemente de que, en los últimos meses, la inflación de estas partidas también se haya visto afectada, entre otros factores, por efectos base (precios de la energía) y por la reversión parcial del recorte del IVA (precios de los alimentos). En concreto, en este último caso, cabe reseñar que, de acuerdo con lo establecido en el *Real Decreto-ley 4/2024*, de 26 de junio, a partir del 1 de octubre, el tipo del IVA de los alimentos esenciales se incrementó del 0% al 2%, y el de las pastas y aceites de semilla, del 5% al 7,5%.

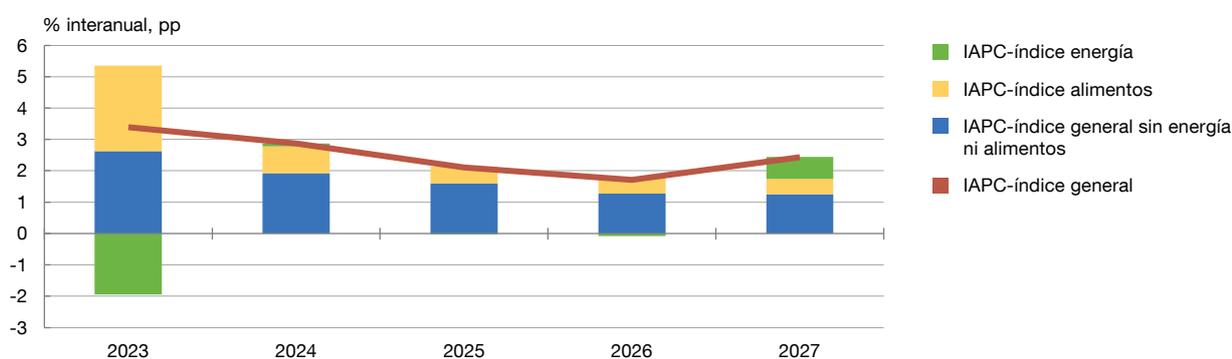
22 En octubre, los precios energéticos se situaron por debajo de lo contemplado en el anterior ejercicio de proyecciones, lo que contribuyó a una sorpresa a la baja en la inflación general de 0,3 pp.

Gráfico 5

## 5.a Evolución de la inflación general y subyacente



## 5.b Contribuciones al crecimiento del IAPC, por componentes



FUENTES: Banco de España e INE.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

industriales no energéticos continúa en tasas muy reducidas, en línea con la evolución de los precios de producción interior y de las importaciones de este tipo de bienes. Entre las partidas de los servicios, los precios de restauración y turismo registraron incrementos más elevados y han ralentizado, recientemente, su senda de desaceleración iniciada a principios del año pasado, al mismo tiempo que la inflación del resto de los servicios se mantuvo relativamente estable. En general, la evolución de la inflación subyacente en los últimos meses ha estado en línea con lo previsto en el anterior ejercicio de proyecciones, debido a que la sorpresa al alza en el componente de servicios se ha visto compensada por sorpresas a la baja en el caso de los bienes industriales no energéticos.

**Para los próximos meses se espera que la inflación general se mantenga relativamente estable y que, a partir de marzo de 2025, inicie una senda descendente hacia tasas cercanas al 2% (gráfico 5.a)<sup>23</sup>. En particular, la inflación general disminuiría desde una tasa**

23 Las previsiones de inflación de este ejercicio de proyecciones se han elaborado con datos del IAPC hasta octubre, último mes publicado en la fecha de cierre del ejercicio.

promedio del 3,4 % en 2023 hasta el 2,9 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,7 % en 2026. Esta desaceleración reflejaría una moderación gradual de la inflación subyacente —que pasaría de una tasa promedio del 4,1 % en 2023 al 2,9 % en 2024, el 2,3 % en 2025 y el 1,9 % en 2026— y, especialmente en 2025, una desaceleración de las presiones inflacionistas en los alimentos —que pasarían de una tasa de inflación del 3,7 % en 2024 a otra del 2,4 % en 2025 y 2026—. Todo ello en un contexto en el que el componente de la energía mostraría una contribución nula o levemente negativa al avance de los precios en el bienio 2025-2026 (gráfico 5.b).

**En 2027, la tasa de inflación general volvería a repuntar —hasta el 2,4%— como consecuencia de la introducción prevista de un nuevo régimen de comercio de derechos de emisión de la Unión Europea (ETS2, por sus siglas en inglés).** Este nuevo régimen afectará al transporte por carretera, a la calefacción de los hogares y a algunas industrias no cubiertas por el sistema en vigor (ETS1) y generará, previsiblemente, un notable incremento de los precios energéticos y de la inflación general (gráficos 5.a y 5.b). La magnitud de dicho incremento es muy incierta y dependerá, entre otros factores difíciles de precisar en la actualidad, del precio que alcancen los nuevos derechos de emisión y del grado y la velocidad de traslación del aumento de los costes de producción a los precios minoristas<sup>24</sup>. Otra fuente adicional de incertidumbre sobre el impacto de este nuevo régimen en el IAPC de 2027 tiene que ver con la posibilidad de que su entrada en vigor se postergue hasta 2028 si, como contempla la normativa, el precio del gas o del petróleo es excepcionalmente alto en 2026.

**Detrás de estas previsiones de inflación subyacen algunos aspectos relevantes.** En primer lugar, se contempla que, en enero de 2025, se producirá la reversión completa de la reducción del IVA en los productos alimenticios básicos aprobada a finales de 2022 y se eliminarán los descuentos vigentes al transporte público introducidos en 2022. En segundo lugar, las previsiones sobre la evolución de los precios de consumo de los alimentos —que tienen en cuenta el comportamiento a lo largo de los últimos meses de los precios de producción de estos bienes y la senda que los mercados de futuros anticipan para los precios de las materias primas alimenticias— implican que, en un futuro, los alimentos se encarecerán a un ritmo similar al del resto de los bienes y servicios en la cesta de consumo de los hogares, tras el fuerte encarecimiento relativo que los primeros registraron en los últimos dos años. En tercer lugar, se mantiene el supuesto de que no se producirán efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación, vía salarios y/o márgenes empresariales. En particular, se espera que los salarios negociados

24 Para este ejercicio de proyecciones, elaborado como parte del ejercicio de proyecciones del Eurosistema, se asume que el precio de los derechos de emisión alcanzará los 59 €/tCO<sub>2</sub> en 2027, en línea con la referencia fijada por la Comisión Europea para aumentar la oferta de derechos de emisión a fin de evitar un precio superior a dicho umbral. En lo relativo a la traslación del incremento de costes de producción a los precios minoristas del gas y de los carburantes, se supone que será inmediata y equivalente al 90 % desde el 1 de enero de 2027. La literatura disponible para España sugiere que incrementos de la imposición indirecta sobre el precio de los carburantes se trasladan al precio de dicho bien de manera heterogénea, en un grado promedio cercano al 100 %. En concreto, en el contexto del impuesto sobre ventas minoristas de determinados hidrocarburos, se ha estimado una traslación media del 95 %, dentro de un rango que oscila entre el 70 % y el 120 %. Véanse Samuel Stolper. (2016). “Who bears the burden of energy taxes? The role of local pass-through”. Mimeo, y Pilar Cuadrado, Aitor Lacuesta, María de los Llanos Matea y F. Javier Palencia-González. (2018). “Price strategies of independent and branded dealers in retail gas market. The case of a contract reform in Spain”. Documentos de Trabajo, 1818, Banco de España. En lo relativo a la reducción del IVA de los alimentos de 2023, se estimó una traslación cercana al 90 % a las dos semanas. Véase Nicolás Forteza, Elvira Prades y Marc Roca. (2024). “Analysing the VAT cut pass-through in Spain using web-scraped supermarket data and machine learning”. Documentos de Trabajo, 2417, Banco de España.

continúen evolucionando en 2025, en línea con el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, y que posteriormente registren incrementos anuales de en torno al 3 %. No obstante, la remuneración por asalariado mantendrá crecimientos algo superiores a los pactados en la negociación colectiva, fundamentalmente como consecuencia de una deriva salarial ligeramente positiva<sup>25</sup>. Por otra parte, se espera que la **moderación de los márgenes empresariales permita acomodar los incrementos previstos en los costes laborales unitarios**, si bien estos se desacelerarían a lo largo del horizonte de proyección, **en un contexto de recuperación de la productividad**.

**Las proyecciones actuales no incorporan cambios significativos en las tasas de inflación general promedio previstas para el período 2024-2026 con respecto a las publicadas en septiembre.** Esto refleja, fundamentalmente, dos dinámicas contrapuestas que se compensan entre sí. Por un lado, se han producido recientemente sorpresas a la baja en los precios alimenticios y energéticos, y los nuevos supuestos contemplan unos precios futuros para la energía algo más bajos que los proyectados en septiembre. Por otro lado, y en dirección opuesta, se han producido en los últimos meses sorpresas al alza en la evolución de la inflación de los servicios. Estas últimas llevan a prever algo más de persistencia en este componente para un futuro, una mayor persistencia que también se vería favorecida por el mayor dinamismo de la actividad que incorporan las proyecciones actuales.

### Riesgos e incertidumbre en torno a las proyecciones

**Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones para la economía española se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y ligeramente al alza en relación con la inflación.** Las proyecciones presentadas en esta publicación están sujetas a diversas fuentes de riesgo e incertidumbre, que, por simplicidad, se pueden agrupar en dos grandes categorías: las que tienen un origen fundamentalmente externo a la economía española y las que presentan, predominantemente, una naturaleza de carácter interno.

### Fuentes de riesgo externas

Cabe destacar tres fuentes de riesgo eminentemente exógenas para la economía española:

**En primer lugar, una mayor fragmentación comercial a escala global, que podría derivarse, en los próximos meses, de un eventual aumento de los aranceles a las importaciones por parte de la nueva Administración estadounidense.** A expensas de que estas políticas se conozcan con un mayor grado de detalle —y de que finalmente se aprueben—, es difícil valorar sus implicaciones macroeconómicas, no solo para Estados Unidos, sino también a escala global.

---

25 La deriva salarial se calcula como el incremento observado en la remuneración por asalariado una vez descontado el incremento salarial pactado en los convenios colectivos y la contribución de las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores al aumento de la remuneración por asalariado.

No obstante, un hipotético aumento generalizado de los aranceles previsiblemente presionaría a la baja la actividad económica mundial y al alza la inflación, también en la economía española y de la UEM<sup>26</sup>. En todo caso, es importante destacar dos aspectos:

- En la medida en que el escenario central de este ejercicio de proyecciones incorpora las dinámicas más recientes —y las perspectivas de cara al futuro—, por ejemplo, en cuanto a la evolución de los tipos de cambio —que evidencian una notable apreciación del dólar estadounidense tras la victoria electoral de Trump— y de los tipos de interés de mercado —que han experimentado una sensible corrección al alza en Estados Unidos y a la baja en la UEM en los últimos meses—<sup>27</sup>, dicho escenario central ya estaría incorporando una parte de los potenciales efectos que podrían derivarse de nuevas políticas económicas en Estados Unidos, al menos de la parte que descuentan los mercados financieros en la actualidad.
- En un contexto en el que existe una extraordinaria incertidumbre sobre las políticas que podrían desplegarse y sobre la magnitud de sus impactos, parece factible que los eventuales efectos adversos de estas sean algo menos intensos en la economía española que en otras de las principales economías de la UEM. Esto sería consecuencia, en principio, de la menor intensidad relativa que presentan los flujos comerciales de España con Estados Unidos. Así, por ejemplo, las exportaciones de bienes de España a Estados Unidos supusieron, en 2023, un 5 % del total de las exportaciones españolas. Este porcentaje se eleva hasta el 8,4 % en el caso de la UEM, el 9,7 % en Alemania y el 10,7 % en Italia—. En el mismo sentido, la balanza comercial de España con Estados Unidos se situó en el -0,02 % del PIB en 2023, mientras que fue del +0,2 % del PIB en el conjunto del área del euro, del +1,9 % en Alemania y del +2,1 % en Italia.

**En segundo lugar, un eventual agravamiento de algunas de las tensiones geopolíticas actuales, por ejemplo, de los conflictos bélicos en Ucrania y Oriente Medio.** La materialización de este riesgo incidiría a la baja sobre la actividad y al alza sobre la inflación. Por otro lado, en el ámbito europeo, una mayor incertidumbre sobre las políticas económicas presentes y futuras derivada de la inestabilidad política y de las dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas en Francia, y de la inestabilidad política y de la debilidad económica en Alemania, presionaría a la baja tanto el crecimiento económico como la inflación en estos países, y, por efecto arrastre, también previsiblemente en España.

**En tercer lugar, la posibilidad de una corrección brusca en el precio de los activos financieros en los mercados internacionales de capital.** En un contexto en el que los mercados financieros han venido mostrando unas dinámicas muy favorables en los últimos

26 La magnitud de estos impactos adversos dependería, entre otros factores inciertos, de las potenciales represalias comerciales que adopten los países afectados, de los posibles efectos de desviación de comercio y del eventual deterioro que se produzca en la confianza de los agentes.

27 Las nuevas previsiones también tienen en cuenta, a la hora de estimar el posible crecimiento que experimentarían los mercados de exportación de la economía española de cara al futuro, el ritmo de avance que podría registrar la economía estadounidense en los próximos años. Para ello, se tienen en cuenta, al menos en parte, algunas de las medidas de política fiscal que la nueva Administración Trump podría aprobar en los próximos meses.

meses —con algunos índices bursátiles internacionales cerca de máximos históricos y con primas de riesgo relativamente reducidas—, no pueden descartarse episodios de turbulencias financieras que provoquen una acusada corrección en los precios de los activos financieros y un deterioro de las perspectivas macroeconómicas en el corto y medio plazo. Estos episodios podrían desencadenarse, por ejemplo, ante una revisión abrupta de las expectativas sobre las sendas futuras de los tipos de interés oficiales de Estados Unidos o la UEM, ante un deterioro de las perspectivas económicas de China o ante diversas sorpresas de naturaleza geopolítica, como las mencionadas anteriormente en este mismo apartado.

### Fuentes de riesgo internas

Cabe destacar tres fuentes principales de incertidumbre respecto al escenario central de este ejercicio de proyecciones de carácter predominantemente interno:

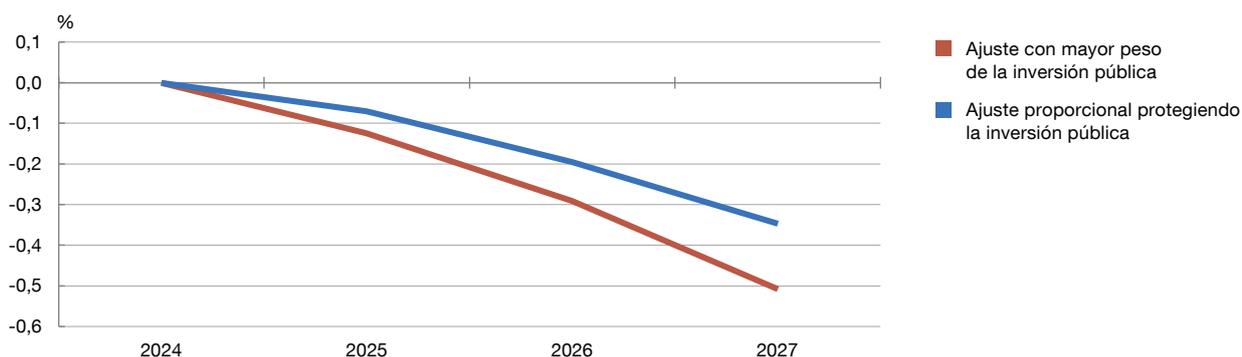
**En primer lugar, la velocidad con la que el proceso desinflacionario podría discurrir a lo largo del horizonte de proyección.** En particular, un aumento de los salarios o de los márgenes empresariales mayor del anticipado implicaría una senda de inflación más elevada que la contemplada en el escenario central de estas proyecciones. Aunque, por el momento, el ritmo de moderación de la inflación y la evolución de los márgenes y los salarios que se están observando no apuntan en esa dirección, no puede descartarse por completo la posibilidad de que se produzcan en el futuro procesos de retroalimentación más intensos entre precios y salarios y/o márgenes empresariales. Especialmente, en un contexto en el que i) el dinamismo de la remuneración por asalariado está siendo mayor que el de los salarios pactados en convenio y el mercado de trabajo sigue mostrando señales de un notable grado de tensionamiento —por ejemplo, en términos de la escasez de mano de obra reportada en varias ramas de actividad—, y ii) algunos sectores siguen experimentando presiones significativas por el lado de la demanda, lo que podría favorecer un mayor dinamismo de los márgenes empresariales.

**En segundo lugar, la evolución futura de la inversión empresarial, toda vez que esta ha seguido mostrando un comportamiento más débil de lo esperado en los últimos trimestres.** El escenario central de las actuales proyecciones contempla una reactivación de la inversión privada en los próximos trimestres. Dicha reactivación sería consecuencia, de acuerdo con la evidencia disponible, del efecto arrastre positivo sobre la inversión empresarial que podría tener, con un cierto desfase temporal, el despliegue de los proyectos vinculados al programa europeo NGEU<sup>28</sup>. Este patrón se vería favorecido, además, por la mejora que se proyecta de cara al futuro en las condiciones de financiación de las empresas. No obstante, la atonía que persistentemente viene mostrando la inversión empresarial en nuestro país —frente al elevado dinamismo que ha registrado la inversión pública en los últimos años— supone un riesgo a la baja en cuanto a la materialización de los efectos arrastre mencionados, lo que incidiría de forma negativa en las

28 Véanse, por ejemplo, Alejandro Fernández-Cerezo, Sergio Puente y Rubén Veiga. (2024). “La evolución reciente de la inversión empresarial en España: un análisis basado en la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial”. *Boletín Económico – Banco de España*. De próxima publicación, y Morteza Ghomi y Evi Pappa. (2024). “Stimulating Avenues: EIB Loans and Returns to Public Infrastructure”. Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.

Gráfico 6

## 6.a Impacto sobre el nivel del PIB de sendas de ajuste fiscal alternativas



FUENTE: Banco de España.

perspectivas de actividad e inflación. Por otra parte, también en relación con la evolución de la demanda privada en nuestro país, cabe reseñar la **elevada incertidumbre que existe en cuanto al nivel al que la tasa de ahorro de los hogares podría converger en un futuro próximo.**

**En tercer lugar, el cumplimiento estricto del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028.** Como ya se ha mencionado en el primer apartado de esta sección, el escenario macroeconómico y los supuestos sobre las medidas fiscales que subyacen a las proyecciones presentadas en este documento son coherentes con un crecimiento del gasto primario neto del 3,9 % en promedio anual durante el período 2025-2027, que sería 0,4 pp superior —de nuevo, en promedio anual— al comprometido en el PFEMP —del 3,5 %—. Por su parte, la AIReF estima un crecimiento promedio del gasto primario neto en este período que estaría 0,3 pp por encima del establecido en el plan<sup>29</sup>. Por tanto, un cumplimiento estricto de los compromisos adquiridos en el PFEMP exigiría un ajuste adicional promedio de entre 0,3 pp y 0,4 pp anuales en el crecimiento del gasto primario neto a lo largo del horizonte de proyección.

Este ajuste adicional no se incluye en el escenario central de este ejercicio de proyecciones, dado que no existe suficiente concreción en cuanto a la forma de llevarlo a cabo. En todo caso, a título ilustrativo, se plantean, a continuación, dos escenarios hipotéticos que difieren en la manera en que dicho ajuste adicional podría implementarse; ambos ponen de manifiesto hasta qué punto el impacto macroeconómico del ajuste necesario para cumplir con los compromisos adquiridos depende de su composición<sup>30</sup>. Son los siguientes escenarios:

- Por un lado, se considera una senda de ajuste basada, en gran medida, en la contención de la inversión pública. Un ajuste de este tipo acarrearía un impacto negativo equivalente a un 0,5 % del nivel del PIB al final del horizonte de proyección (gráfico 6).

29 Véase AIReF. (2024). *Informe sobre el Plan Fiscal y Estructural a Medio Plazo 2025-2028*. Informe 51/24.

30 Los escenarios se han simulado utilizando el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE). Para más detalles sobre este modelo, véase Ana Arencibia Pareja, Samuel Hurtado, Mercedes de Luis López y Eva Ortega. (2017). “New version of the Quarterly Model of Banco de España (MTBE)”. Documentos Ocasionales, 1709, Banco de España.

- Por otro lado, se considera una senda de ajuste alternativa que protege las partidas relacionadas con la inversión pública —tal y como requiere el nuevo marco de reglas fiscales europeas— y que descansa, fundamentalmente, en un recorte proporcional del resto de las partidas de gasto. Un ajuste de esta naturaleza también tendría un impacto adverso, en relación con lo contemplado en el escenario central de este ejercicio de previsiones, pero dicho impacto negativo sería equivalente a un 0,3 % del nivel del PIB al final del horizonte de proyección, menor que el del escenario hipotético anterior<sup>31</sup>.

---

31 También se han simulado escenarios alternativos en los que el ajuste adicional requerido para cumplir con los compromisos adquiridos en el PFEMP se implementa por el lado de los ingresos. El impacto adverso de este tipo de ajustes sobre el nivel del PIB al final del horizonte de proyección es cercano al 0,3 %.