
10.01.2024

XIV Edición Spain Investors Day

Madrid
Pablo Hernández de Cos
Gobernador

Señoras y señores:

Agradezco al Consejo Rector del Spain Investors Day su invitación. Es el sexto año que participo en este evento, que cada año demuestra su utilidad para debatir sobre la situación económica de nuestro país. En una fecha tan cercana al comienzo del año, querría aprovechar para explicar la visión del Banco de España sobre **las perspectivas de la economía española**.

Para ello, hay que comenzar refiriéndose al **entorno internacional**, cuya evolución reciente se caracteriza por **tres grandes tendencias**.

En primer lugar, la actividad económica mundial ha mantenido un cierto dinamismo en los últimos trimestres, a pesar del tono restrictivo de la política monetaria y de las múltiples incertidumbres geopolíticas. De hecho, en el tercer trimestre de 2023 predominaron las sorpresas al alza en el crecimiento del PIB, en particular en Estados Unidos —gracias a la fortaleza del empleo y del consumo privado— y en China —en un contexto de mayores apoyos fiscales para contrarrestar la debilidad del sector inmobiliario—.

No obstante, en algunas regiones, como el área del euro y Japón, la actividad mostró mayor debilidad de la anticipada. Para el cuarto trimestre, se anticipa que se haya producido una ralentización de la actividad económica global, aunque relativamente modesta, y con signos de estabilización.

En conjunto, el crecimiento del PIB mundial se desaceleró sensiblemente entre 2022 y 2023 —con una notable heterogeneidad por regiones— **y no se prevé que pueda repuntar en 2024**. Las proyecciones del Eurosistema de diciembre, por ejemplo, anticipan un crecimiento del PIB mundial del 3,3% en 2023 y del 3,1% en 2024 (3,2% en 2025 y 2026), **por debajo de la media histórica de las dos últimas décadas, del 3,8%**.

En segundo lugar, en los últimos meses ha continuado el proceso desinflacionario, incluso con una intensidad mayor de la esperada en algunas geografías. **Se espera, además, que las tasas de inflación sigan descendiendo** en los próximos trimestres, **una expectativa que depende fundamentalmente de que no se produzca una escalada en los conflictos bélicos** que pudiera elevar de manera significativa los precios de la energía.

En este contexto, los bancos centrales de las economías emergentes han seguido relajando el tono restrictivo de su política monetaria, al tiempo que los de **las principales economías avanzadas han pausado su ciclo de subidas de los tipos de interés**.

En tercer lugar, los mercados financieros internacionales han experimentado movimientos intensos, entre los que destacan las ganancias bursátiles y los descensos en los tipos de interés a largo plazo.

Estos desarrollos han estado muy condicionados por las expectativas sobre el curso futuro de la política monetaria, que han cambiado sustancialmente a lo largo de los

últimos meses, adelantando e intensificando las reducciones esperadas en los tipos oficiales para 2024 tanto en Estados Unidos como en el área del euro¹.

En cuanto al área del euro, la actividad económica ha seguido mostrando una clara debilidad y solo se espera que incremente su grado de dinamismo de forma gradual. En el tercer trimestre, el PIB disminuyó un 0,1 % y los indicadores disponibles sugieren un estancamiento en el cuarto trimestre.

De hecho, **las últimas proyecciones del Eurosistema revisaron ligeramente a la baja las perspectivas de crecimiento para 2023 y 2024 —hasta el 0,6 % y el 0,8 %, respectivamente—, tasas que se encuentran por debajo del crecimiento potencial, y se ha mantenido la previsión del 1,5 % para 2025².**

Por su parte, la inflación ha evolucionado mejor de lo previsto. Tras el mínimo alcanzado en noviembre (2,4 %), la estimación *flash* muestra un repunte hasta el 2,9 % en diciembre, por debajo de lo esperado³. Y la inflación subyacente disminuyó dos décimas, hasta el 3,4 %, también por debajo de lo anticipado.

Se prevé que la desaceleración de los precios continúe en los próximos trimestres, si bien en 2024 el descenso sería más lento debido a efectos base al alza y a la retirada gradual de las medidas fiscales adoptadas durante la crisis energética. Las proyecciones del Eurosistema contemplan que la inflación se haya situado en el 5,4 % en 2023 y que se modere hasta el 2,7 % en 2024 y al entorno del 2% en 2025 y 2026.

En este contexto, tras diez incrementos consecutivos hasta septiembre de 2023, **el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo ha detenido el ciclo de subidas de los tipos de interés.** Además, se valora que, **si mantenemos el nivel actual de los tipos durante el tiempo suficiente, podremos alcanzar el objetivo de inflación del 2 % en el medio plazo.** La mencionada evolución de la inflación y las proyecciones apoyan esta valoración, así como el hecho de que la política monetaria continúa transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación, incluso por encima de lo esperado.

La cuestión relevante es **por cuánto tiempo será necesario mantener los tipos de interés en el nivel actual, antes de comenzar a reducirlos gradualmente.** Esto dependerá de

¹ Por ejemplo, los mercados esperan ahora que el primer recorte de tipos oficiales en Estados Unidos se produzca en mayo de 2024 —frente a la expectativa de hace unos cuatro meses, que llegó a situarlo en septiembre de 2024—, con una reducción acumulada de entre 125 y 150 puntos básicos (pb) en 2024 —75 pb más de lo esperado hace cuatro meses—.

² La senda de recuperación prevista se apoyaría, sobre todo, en el consumo privado, favorecido por el incremento de la renta disponible real de los hogares en un contexto de crecimientos salariales y de descensos en la inflación. También se prevé una evolución favorable de la demanda externa, si bien su contribución al crecimiento se verá limitada por la pérdida de cuota de mercado de las exportaciones del área del euro.

³ El análisis por componentes muestra que el aumento de la inflación general en el mes de diciembre se debe exclusivamente al menor descenso de los precios de la energía, compensado parcialmente por el retroceso de la inflación de alimentos y bienes industriales no energéticos, en tanto que la correspondiente a los servicios se mantuvo inalterada.

la evolución futura de los datos, en un contexto en el que el **nivel de incertidumbre sigue siendo elevado**.

Una referencia útil es la que se deriva implícitamente de las proyecciones del Eurosistema, que anticipan una convergencia de la inflación hacia nuestro objetivo sobre la base de las expectativas de mercado acerca de la evolución de los tipos de interés a la fecha de cierre de los supuestos del ejercicio, el 23 de noviembre de 2023. En ese momento, la mediana de las expectativas de los analistas anticipaba la primera reducción de tipos para el comienzo del tercer trimestre de 2024 y que al final de 2024 el tipo de la facilidad de depósito se situaría alrededor del 3,25 % y a largo plazo alcanzaría el 2 %.

En cualquier caso, **habrá que prestar atención en los próximos meses a distintos desarrollos** que pueden condicionar la trayectoria de la inflación y, por tanto, nuestra acción de política monetaria. En particular,

- **Los riesgos para el crecimiento económico siguen sesgados a la baja.** Además de los **desarrollos geopolíticos, la transmisión de la política monetaria nos ha venido sorprendiendo por su fortaleza**, lo que, de extenderse en los próximos ejercicios, se traduciría en un menor crecimiento. De hecho, la previsión de crecimiento para 2024 del consenso de los analistas se sitúa por debajo de la del Eurosistema (0,5%).
- Por otra parte, **los tipos de mercado se han reducido de forma acusada en las últimas semanas y se sitúan claramente por debajo de la senda incorporada en las proyecciones**, de manera que los mercados esperan hoy una reducción acumulada de unos 150 pb en la facilidad de depósito de 2024.
- Las proyecciones incorporan un incremento gradual de los salarios reales, que recuperarían la pérdida de poder adquisitivo observada en 2022 hacia finales de 2024. Al mismo tiempo, se anticipa una recuperación de la productividad, lo que permitiría una moderación de los costes laborales unitarios. No obstante, **los mercados laborales siguen tensionados, lo que podría generar presiones salariales superiores. En sentido contrario, la caída de la inflación podría moderar las demandas salariales.** En todo caso, en los primeros meses de 2024 se recibirá abundante información sobre los nuevos convenios, que permitirá un análisis de la dirección de dichas presiones salariales.
- **En cuanto a los márgenes**, ante la debilidad de la demanda y la resolución de los cuellos de botella, se espera una compresión de estos, como ya ha sucedido en el tercer trimestre. **Su comportamiento futuro será crucial para valorar su papel amortiguador de las presiones salariales.**
- Finalmente, **la política fiscal puede resultar fundamental para evitar que aumenten las presiones inflacionistas.** Los Gobiernos deberían revertir las medidas de apoyo asociadas a la crisis energética y la orientación debería ser restrictiva en 2024 y en los años siguientes para reducir gradualmente los elevados niveles de desequilibrios fiscales observados en algunos países

En resumen, **el elevado nivel de incertidumbre implica que debemos seguir muy atentos** para evitar tanto un endurecimiento insuficiente, que impediría el logro de nuestro objetivo de inflación, como excesivo, que dañaría innecesariamente la actividad y el empleo.

En cuanto a la **economía española**, esta **se ha visto afectada por la ralentización** de la economía global en los últimos meses y, en particular, por la situación en el área del euro. Sin embargo, **ha mostrado un considerable grado de dinamismo**. Así, la tasa de crecimiento trimestral se fue reduciendo durante 2023, hasta alcanzar un 0,3 % en el tercer trimestre, y los datos disponibles sugieren un avance similar para el cuarto. En todo caso, al final del tercer trimestre el PIB de la economía española se encontraba 2,1 puntos porcentuales (pp) por encima de su nivel prepandemia, frente a los 3 pp registrados en el área del euro.

A esta resiliencia han contribuido, por el lado de la oferta, la favorable estructura sectorial española, con un mayor peso de sectores que muestran un comportamiento positivo, como los relacionados con el turismo, y el menor impacto del aumento de los precios energéticos en la industria; mientras que, por el lado de la demanda, el dinamismo del consumo ha supuesto el principal factor de apoyo a la actividad. Asimismo, la economía española también se ha visto beneficiada por el crecimiento poblacional, explicado íntegramente por los flujos positivos de inmigración.

De cara al futuro, **de acuerdo con las proyecciones del Banco de España, se prevé que el avance del PIB se ralentice entre 2023 y 2024** —desde el 2,4 % hasta el 1,6 %— **antes de volver a acelerarse levemente en el bienio 2025-2026**, cuando alcanzará tasas del 1,9 % y 1,7 %, respectivamente. Estas tasas se encuentran por encima del crecimiento potencial, lo que, de confirmarse, permitiría un aumento progresivo de la brecha de producción. Desde el punto de vista de su composición, esperamos que:

- **El principal soporte de la actividad sea la demanda interna**. En particular, **el consumo se verá favorecido por el aumento de las rentas reales**, en un contexto de moderación de las tasas de inflación⁴.
- **Se anticipa que la formación bruta de capital actúe también como motor del crecimiento**, debido, en gran medida, al efecto de los proyectos vinculados al programa Next Generation EU (NGEU), cuyo despliegue debería ganar tracción en 2024 y 2025.
- **La demanda exterior neta se recuperaría** tras su acusada contribución negativa durante la primavera y el verano de 2023, si bien no se espera que puedan impulsar el crecimiento del PIB con la misma intensidad con la que lo hicieron en 2022 y, en menor medida, 2023⁵.
- **El empleo moderaría su dinamismo**, en línea con la evolución de la actividad y con el supuesto de una cierta recuperación de la productividad⁶.

⁴ Las proyecciones anticipan que los salarios reales podrían recuperar la pérdida de poder adquisitivo resultante del shock energético entre finales de 2024 y principios de 2025.

⁵ Esto se debe a que el dinamismo creciente que se proyecta para las exportaciones de bienes y de servicios no turísticos —en consonancia con una mejora paulatina del entorno exterior— se verá compensado por la recuperación de las importaciones —asociada, entre otros factores, al avance de la formación bruta de capital fijo, que tiene un elevado contenido importado— y por la ralentización de las exportaciones de servicios turísticos —todavía que estas ya han superado sus niveles previos a la pandemia—.

⁶ Por su parte, la tasa de paro proseguiría su senda de reducción, si bien a menor velocidad tanto por la moderación en el ritmo de creación de empleo como por el crecimiento previsto de la población activa, que vendrá impulsado por un elevado dinamismo de los flujos de inmigración.

La inflación, por su parte, ha recuperado la tendencia de desaceleración en los meses más recientes, hasta situarse en diciembre en el 3,3 %, dos décimas por debajo del registro de octubre⁷. **Se espera un leve repunte a comienzos de 2024 y que retome la senda descendente a partir de la segunda mitad**⁸. Con todo, la inflación se situaría en el 3,4 % en el promedio de 2023, y se reduciría hasta el 3,3 % en 2024 (y alrededor del 2,0 % en 2025 y 2026). El perfil de la inflación estará, en todo caso, **muy condicionado por las decisiones sobre la expiración de las medidas aprobadas para reducir el impacto de la crisis energética**⁹.

En todo caso, el **nivel de incertidumbre sigue siendo elevado y los riesgos sobre estas proyecciones se mantienen a la baja en lo relativo a la actividad económica** y se encuentran **equilibrados con respecto a la inflación**.

- Como en el caso del área del euro, **la principal fuente de riesgo es la proveniente de los conflictos bélicos de Ucrania y la franja de Gaza**.
- Del mismo modo, se mantiene también la incertidumbre sobre **el impacto del endurecimiento de la política monetaria** llevado a cabo hasta la fecha.
- En el caso español, **las proyecciones están particularmente condicionadas por el ritmo de ejecución del programa NGEU**, para el que se asume, como decía, que su impulso gane tracción en 2024 y 2025¹⁰.
- Por otra parte, **los costes laborales unitarios vienen mostrando un elevado crecimiento en España**. En concreto, el aumento de la remuneración por asalariado en la economía de mercado – que ha registrado aumentos superiores a los pactados en convenio –, junto con el incremento de los costes laborales no salariales (en particular, las cotizaciones sociales) y el débil comportamiento de la productividad, ha generado aumentos de los costes laborales unitarios **por encima de la UEM desde el inicio de la pandemia, lo que podría acabar afectando a la competitividad-precio de las empresas españolas**.
- **Persiste un déficit público estructural y una deuda pública elevados**, que **representan una fuente de vulnerabilidad**, especialmente en un contexto de mayores costes de financiación.
- Asimismo, de acuerdo con los resultados de la última Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial, **las empresas percibieron en el último trimestre de 2023, y por segundo trimestre consecutivo, un aumento de la incertidumbre sobre la política económica**, que estaría afectando negativamente a un 60% de las

⁷ Esto es resultado del descenso reciente en los precios de las materias primas energéticas y la prolongación de las sendas descendentes en la inflación de los alimentos y la inflación subyacente.

⁸ Tal dinámica viene determinada, fundamentalmente, por el componente energético, así como por la expiración de las rebajas de impuestos sobre la energía desplegadas por las autoridades en 2022 y mantenidas en 2023. Por su parte, se prevé que los precios de los alimentos y la inflación subyacente prosigan su senda de moderación a lo largo del horizonte de proyección.

⁹ Así, las proyecciones de diciembre no incorporaban los efectos de los Reales Decretos aprobados el pasado 27 de diciembre, que extendieron la rebaja del IVA de la electricidad durante todo 2024, así como del IVA del gas y del impuesto especial sobre la electricidad durante los primeros 3 y 6 meses del año, respectivamente. Estas medidas, en el caso de ser convalidadas por el Parlamento, generarían una reducción adicional de la inflación en 2024 de en torno a cuatro décimas, lo que la situaría por debajo del 3 % en promedio, pero aumentarían la inflación en 2025.

¹⁰ En 2023 el ritmo de adjudicación de convocatorias relacionadas con el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de dicho programa fue inferior al inicialmente previsto, si bien en el acumulado de los diez primeros meses del año el volumen concedido se habría incrementado en cerca de un 40 % con respecto al otorgado en el mismo período de 2022.

compañías, de forma que se convirtió en el principal factor condicionante de la actividad reportado por estas. **De mantenerse, estas dinámicas podrían llegar a incidir negativamente sobre las decisiones de inversión empresarial** y sobre la senda de crecimiento futuro.

En este contexto, las **principales recomendaciones de política económica** son:

- **En primer lugar, la política fiscal debería orientarse a lograr una reducción gradual de los elevados niveles de deuda pública**, lo que exige ya en 2024 una **orientación restrictiva de la política fiscal**, que deberá mantenerse en los siguientes ejercicios. En este sentido, las nuevas reglas fiscales europeas deberían facilitar el diseño de un plan de consolidación de medio plazo que mejore la situación estructural de las cuentas públicas.
- **En segundo lugar**, una política fiscal diseñada para mejorar la productividad, junto con **la implementación de reformas estructurales ambiciosas** y las inversiones necesarias para mejorar la capacidad de crecimiento —respaldadas por la plena implementación del programa NGEU—, contribuirían a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo, aumentar el crecimiento potencial y revertir la pérdida de convergencia con Europa acumulada en las últimas décadas.