

Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2024

Índice

EDITORIAL 4

INFORME 8

Contexto global

- 1 La actividad económica mundial muestra signos de estabilización, con revisiones al alza en las previsiones de crecimiento de Estados Unidos 8
- 2 El proceso de desinflación a escala global continúa, incluso algo más rápido de lo previsto en algunas regiones 9
- 3 Las tensiones geopolíticas en el mar Rojo han generado un marcado repunte de los costes de transporte, aunque su impacto en las cadenas globales de suministro estaría siendo contenido 10
- 4 Los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantienen inalterados sus tipos de interés 11
- 5 Las bolsas se han revalorizado y las primas de riesgo han mantenido niveles reducidos pese al repunte reciente de los tipos de interés 12

Contexto económico de la UEM

- 6 En el área del euro, la actividad económica sigue mostrando un escaso dinamismo, con previsiones de crecimiento modestas en el corto y medio plazo 13
- 7 La evolución de la inflación en el área del euro ha sorprendido favorablemente en los últimos meses 14
- 8 Los tipos de interés oficiales del BCE han permanecido sin cambios en niveles restrictivos 15

Economía española

- 9 La economía española registró una aceleración inesperada de su ritmo de crecimiento en el último trimestre de 2023 16
- 10 La información coyuntural más reciente sugiere que la actividad económica española se habría

ralentizado ligeramente en el primer trimestre de 2024 17

- 11 La creación de empleo mantiene un elevado dinamismo, favorecida, como en trimestres anteriores, por el impulso proveniente de los trabajadores de nacionalidad extranjera 18
- 12 La financiación recibida por los hogares y las empresas continúa mostrando una cierta debilidad, en un contexto de costes de financiación elevados 19
- 13 El consumo privado presentaría, en el primer trimestre del año, un dinamismo similar al del trimestre anterior 20
- 14 La debilidad de la inversión empresarial podría extenderse al inicio de 2024, mientras que la inversión en vivienda mostraría un tono más positivo 21
- 15 El sector exterior prolongaría, en el primer trimestre, la senda positiva registrada a finales del año pasado, tanto en el componente de bienes como en el de servicios 22
- 16 El consumo público sorprendió al alza en 2023 23
- 17 La extensión parcial a 2024 de las medidas de apoyo ante el repunte de los precios podría requerir de actuaciones compensatorias de ajuste fiscal 24
- 18 La inflación descendió hasta el 2,9% en febrero, tras el repunte observado en enero, que reflejó la reversión parcial de las medidas de apoyo ante la crisis energética 25
- 19 El incremento salarial pactado para 2024 se sitúa en el 2,8%, en línea con el V AENC, aunque los costes laborales presentan ritmos de avance más elevados 26
- 20 Los márgenes empresariales permanecen en niveles cercanos a los observados antes de la pandemia, aunque con una elevada heterogeneidad sectorial 27

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2024-2026) 29

EDITORIAL

Editorial

En los últimos meses, la actividad económica mundial ha mostrado signos de estabilización y ha proseguido el proceso de desinflación a escala global, incluso algo más rápido de lo previsto en algunas regiones. En un contexto en el que aún persisten considerables fuentes de incertidumbre de naturaleza geopolítica, esta evolución macroeconómica favorable —que ha sido particularmente evidente en Estados Unidos— se habría visto beneficiada, en especial, por el vigor que continúan presentando los mercados de trabajo en las distintas economías y por la intensa corrección que siguen experimentando los precios de la energía.

De cara a los próximos trimestres, las perspectivas acerca del entorno económico y financiero global son relativamente positivas. Las previsiones de crecimiento mundial para 2024 se han revisado ligeramente al alza en los últimos meses, si bien contemplan tasas de avance que son modestas en términos históricos e incorporan una desaceleración gradual de la actividad en Estados Unidos y China. Por otra parte, se espera que continúe la senda de moderación de la inflación, que sería, no obstante, algo menos intensa que en los últimos trimestres. En este contexto, el endurecimiento acumulado de la política monetaria en respuesta al proceso inflacionario seguiría teniendo un coste relativamente limitado en términos de reducción del dinamismo de la actividad y del mercado laboral.

En línea con estas perspectivas, los mercados financieros internacionales descuentan que los bancos centrales de las principales economías avanzadas no tardarán en reducir sus tipos de interés oficiales, lo que se traduce en unas condiciones financieras más favorables. Las expectativas de los inversores en cuanto al momento y a la intensidad con la que se producirán estas bajadas de tipos van oscilando con el tiempo, en función, entre otros aspectos, de la nueva información macrofinanciera conocida y de la comunicación de los propios bancos centrales. En este sentido, a pesar de que en las últimas semanas las expectativas sobre la senda futura de los tipos de interés oficiales se han corregido ligeramente al alza, desde la fecha de cierre del ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre esta senda se ha desplazado a la baja.

Frente a estos desarrollos globales, el área del euro se mantiene como una de las regiones donde la debilidad de la actividad económica es más evidente y donde las perspectivas a corto y medio plazo contemplan una recuperación más contenida. La debilidad de la actividad económica y la moderación de la inflación en el área del euro en los últimos trimestres —más acusada de lo previsto— podrían apuntar a una transmisión de la política monetaria algo más intensa de lo esperado, pero también a efectos más duraderos —por ejemplo, a través de un deterioro de la competitividad internacional— de la crisis energética, a la que la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha estado más expuesta que otras regiones mundiales. En todo caso, el ejercicio de proyecciones del Banco Central Europeo de marzo contempla una senda de recuperación gradual de la actividad en el área del euro de cara a los próximos trimestres, si bien

con una intensidad ligeramente inferior a la prevista en diciembre. Esta recuperación se apoyaría, principalmente, 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.

En este contexto, la actividad económica en España —que venía registrando una mayor fortaleza que la de la UEM— ha mostrado, en el período más reciente, un dinamismo más elevado de lo inicialmente previsto. En efecto, a la luz del avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicado por el Instituto Nacional de Estadística el pasado mes de enero, en el cuarto trimestre de 2023 la economía española registró una aceleración inesperada, hasta situar su ritmo de crecimiento intertrimestral en el 0,6 %, frente al 0,3 % previsto por el Banco de España en diciembre. Además, en este avance también se revisaron ligeramente al alza las tasas de variación del PIB correspondientes al segundo y al tercer trimestre del año pasado.

No obstante, la composición del crecimiento observado a finales de 2023 deja entrever algunos elementos de debilidad, al tiempo que los indicadores coyunturales más recientes sugieren que el ritmo de avance del PIB se habría ralentizado ligeramente en el primer trimestre del presente año, hasta el 0,4 %. La información del avance de la CNTR apunta a que las principales sorpresas positivas en la evolución reciente de la actividad económica española estarían asociadas al dinamismo del consumo público y a la acumulación de inventarios. En cambio, la formación bruta de capital fijo y el consumo privado, que habitualmente constituyen los principales soportes de crecimiento estable para cualquier economía, habrían mostrado un comportamiento peor de lo esperado. Por otro lado, la productividad sigue registrando una notable debilidad, lo que podría actuar como un factor limitante del crecimiento económico a medio y largo plazo. Además, esta atonía de la productividad estaría contribuyendo, en parte, a un aumento de los costes laborales unitarios que podría redundar en una mayor persistencia de las presiones inflacionistas nacionales y en posibles pérdidas de competitividad internacional.

En todo caso, en comparación con las proyecciones de diciembre, el crecimiento del PIB en 2024 se revisa al alza en 0,3 puntos porcentuales (pp), hasta el 1,9 %, y se mantiene sin cambios en 2025 (1,9 %) y en 2026 (1,7 %). Los principales factores que están detrás de la revisión de la tasa media de avance del producto este año son los nuevos datos de la CNTR relativos a los últimos trimestres, los menores precios de la energía que se han observado en los últimos meses, unas perspectivas más favorables en cuanto a su evolución futura y la extensión parcial, no anticipada en las proyecciones de diciembre, de algunas de las medidas desplegadas por las autoridades para combatir los efectos del episodio inflacionista. Estos mismos factores —exceptuando el primero— son, a su vez, los principales determinantes de la revisión a la baja de la inflación general promedio que se proyecta para 2024, de 0,6 pp, hasta el 2,7 %. Todo ello en un contexto en el que se prevé que el proceso de moderación de la inflación siga avanzando en los próximos años, para alcanzar el 1,9 % en 2025 y el 1,7 % en 2026.

Los riesgos en torno al escenario central presentado en este Informe se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados en relación con la inflación. Además de la incertidumbre procedente de las tensiones geopolíticas y de la cuantificación del impacto macroeconómico del endurecimiento acumulado de la política

monetaria, cabe resaltar, en el ámbito nacional, los riesgos que para el escenario central de las actuales proyecciones supone la reactivación de las reglas fiscales a escala europea. En particular, el cumplimiento de dichas reglas requerirá el diseño y la implementación de un plan de consolidación fiscal a medio plazo que permita una corrección del déficit público estructural más acusada que la contemplada en estas proyecciones. Si bien el impacto económico de dicho plan de ajuste es incierto —y dependerá críticamente de cómo se diseñe—, su implementación acarrearía, previsiblemente, un menor grado de dinamismo de la actividad a lo largo del horizonte de proyección que el contemplado en este ejercicio de previsiones.

Esquema 1

	2024	2025	2026
PIB	1,9 % ↑ 0,3 pp	1,9 % =	1,7 % =
Inflación	2,7 % ↓ 0,6 pp	1,9 % ↓ 0,1 pp	1,7 % ↓ 0,2 pp

FUENTE: Banco de España.

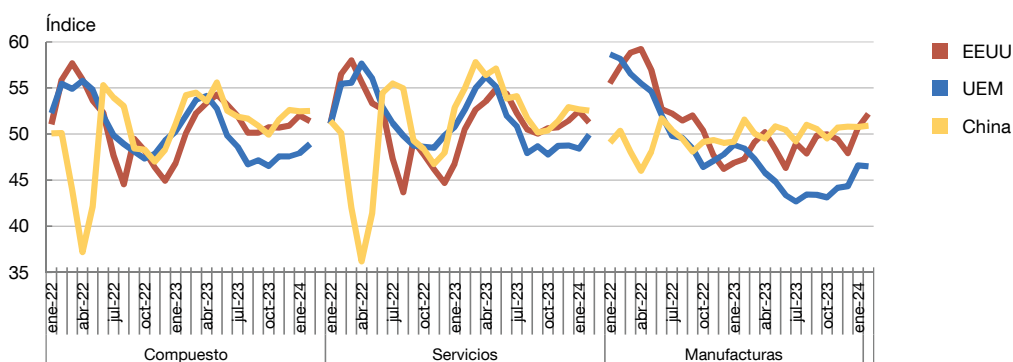
INFORME

1 La actividad económica mundial muestra signos de estabilización, con revisiones al alza en las previsiones de crecimiento de Estados Unidos

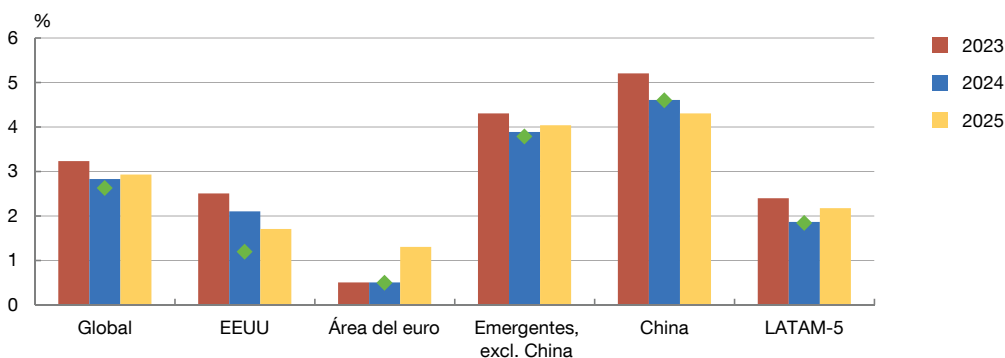
- El crecimiento global a finales de 2023 fue mayor de lo esperado, especialmente en Estados Unidos, donde el consumo privado fue el componente más dinámico de la demanda apoyado por el buen comportamiento del empleo, las ganancias de renta real ante una menor inflación, el impulso fiscal y el uso del ahorro acumulado durante la pandemia. En cambio, en otras regiones, como el **área del euro**, la actividad fue más débil de lo anticipado.
- La evolución reciente de los indicadores PMI (siglas en inglés de índices de gestores de compras) refleja, con datos hasta febrero, una cierta estabilización de la actividad económica global, incluso en las manufacturas, que ya se encontrarían fuera del terreno contractivo en Estados Unidos y China (véase gráfico 1.a).
- Las perspectivas de crecimiento mundial para 2024 se han revisado ligeramente al alza en los últimos meses, fundamentalmente debido a Estados Unidos (véase gráfico 1.b). En todo caso, tanto en 2024 como en 2025 se contemplan tasas de avance del PIB global relativamente moderadas —en términos históricos—, que incorporan una desaceleración gradual del dinamismo de la actividad en Estados Unidos y China.

Gráfico 1

1.a Evolución de los PMI



1.b Previsiones de crecimiento de Consensus (a)



FUENTES: S&P Global y Consensus Economics.

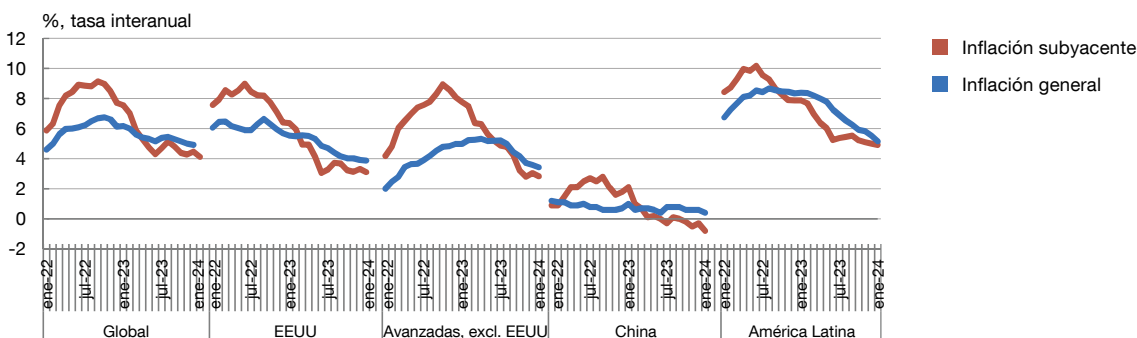
a Se comparan las previsiones de febrero de 2024, en barras, con las previsiones de diciembre, reflejadas con un rombo. Se incluyen en «emergentes, excl. China»: India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; en «LATAM- 5»: México, Colombia, Perú, Chile y Brasil; por último, en «global» se incluyen los anteriores países más Estados Unidos, China y «área del euro».

2 El proceso de desinflación a escala global continúa, incluso algo más rápido de lo previsto en algunas regiones

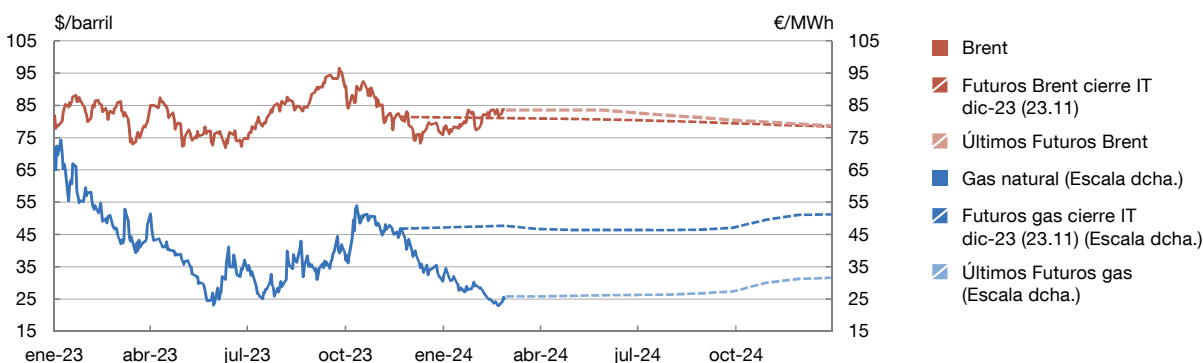
- En términos generales, las tasas de inflación —tanto general como subyacente— han seguido moderándose en los últimos meses en las principales economías mundiales (véase gráfico 2.a).
- En un contexto de políticas monetarias restrictivas, a este proceso de desinflación habrían contribuido también la caída del precio de la energía —especialmente intensa en el caso del gas natural (véase gráfico 2.b)— y la ausencia, por el momento, de efectos de segunda vuelta significativos, lo que ha permitido que las expectativas de inflación a medio plazo se mantengan ancladas en torno a los objetivos de política monetaria de los principales bancos centrales mundiales.
- De cara al futuro, se espera que el descenso de la inflación se prolongue durante los próximos trimestres, si bien a un ritmo, sobre todo en las economías avanzadas, algo más moderado que en 2023. No obstante, estas perspectivas dependen, en gran medida, de que el dinamismo de los márgenes empresariales y de los salarios siga siendo relativamente contenido y de que no se produzca un deterioro adicional de la situación geopolítica global que pueda dar lugar a nuevas **distorsiones en el comercio global** y a repuntes de los precios de las materias primas energéticas.

Gráfico 2

2.a Evolución de la inflación



2.b Precios y futuros gas y petróleo



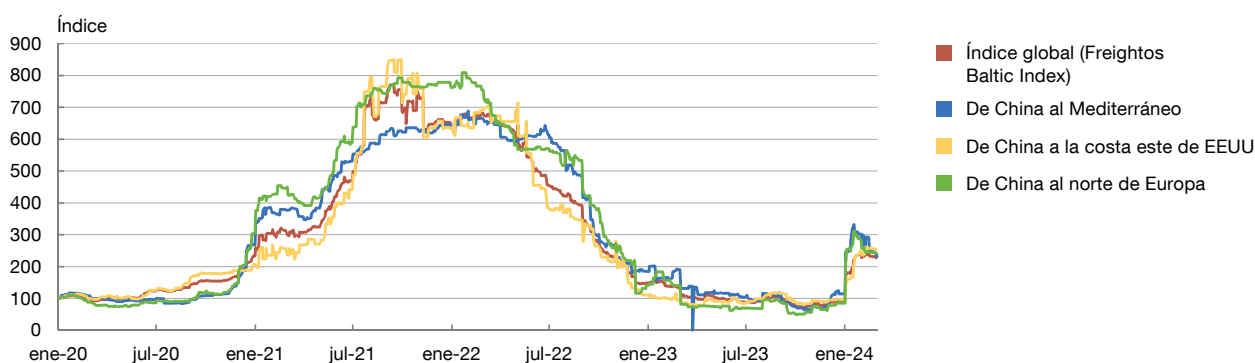
FUENTES: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

3 Las tensiones geopolíticas en el mar Rojo han generado un marcado repunte de los costes de transporte, aunque su impacto en las cadenas globales de suministro estaría siendo contenido

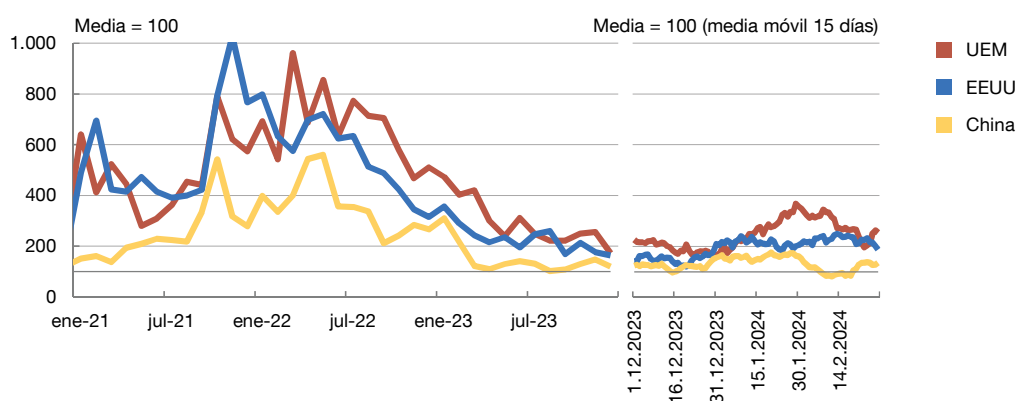
- Desde mediados de diciembre, los ataques de los rebeldes hutíes a los buques de carga que inician su tránsito en el mar Rojo —camino del canal de Suez— han llevado a las mayores compañías de transporte a desviar gran parte de este tráfico hacia el cabo de Buena Esperanza, lo que aumenta de forma significativa el tiempo de navegación y los costes de transporte marítimo (véase gráfico 3.a).
- En cualquier caso, la actual perturbación —que implica una demora en el tráfico, pero no una interrupción del mismo— se produce en un contexto de ausencia de congestión en las industrias logísticas y en las cadenas globales de suministro, por lo que su impacto sobre estas habría sido, de momento, limitado. En esta dirección apuntan los índices de cuellos de botella disponibles¹ (véase gráfico 3.b). En particular, de acuerdo con estos indicadores, el impacto estaría siendo algo más intenso en el área del euro, si bien el índice para esta región aún se encontraría en niveles muy alejados de los máximos observados durante la pandemia.

Gráfico 3

3.a Indicadores de coste de transporte marítimo



3.b Índice de texto de cuellos de botella en los suministros (mensual y diario)



FUENTES: Refinitiv y Banco de España. Última observación: 1 de marzo de 2024.

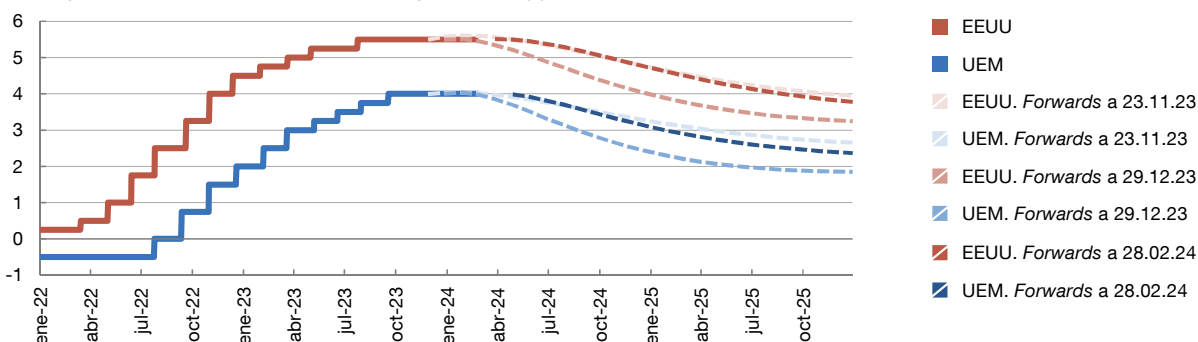
1 Véase Burriel, Pablo, Iván Kataryniuk, Carlos Pérez Montes y Francesca Viani. (2024). "A new supply bottlenecks index based on newspaper data". *International Journal of Central Banking*. De próxima publicación.

4 Los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantienen inalterados sus tipos de interés

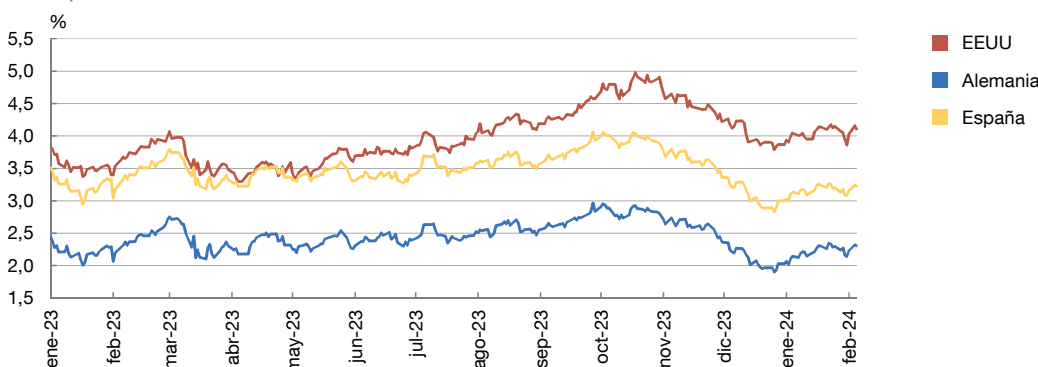
- Las políticas monetarias se encuentran en diferentes fases del ciclo de endurecimiento. En las economías emergentes, los bancos centrales han continuado el proceso de recorte de los tipos de interés que comenzó en el segundo semestre de 2023, si bien con intensidad variable.
- En cambio, en las principales economías avanzadas, los bancos centrales han mantenido sus tipos de interés oficiales inalterados, enfatizando que no existe un calendario predeterminado para reducirlos y que la evaluación de la información disponible en cada reunión continuará guiando sus próximas decisiones.
- Tanto en Estados Unidos como en el área del euro, las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales se han corregido al alza desde finales de 2023, retornando a valores próximos, pero todavía algo inferiores, a los tipos vigentes en la fecha de cierre del ejercicio de **proyecciones del Banco de España de diciembre** (véase gráfico 4.a)². En consonancia, durante el primer trimestre, los tipos de interés a largo plazo en general también han repuntado (véase gráfico 4.b), si bien las primas de riesgo soberanas del área del euro han descendido.

Gráfico 4

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



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



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License y Banco de España.

a *Forwards* instantáneos estimados con los datos de mercado de los OIS a distintos plazos utilizando el modelo paramétrico de Svensson [Svensson, Lars E. O. (1994). "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994". IMF Working Papers, 94/114, International Monetary Fund] y añadiéndole el diferencial entre el tipo oficial y el tipo de interés a un día en la fecha de estimación.

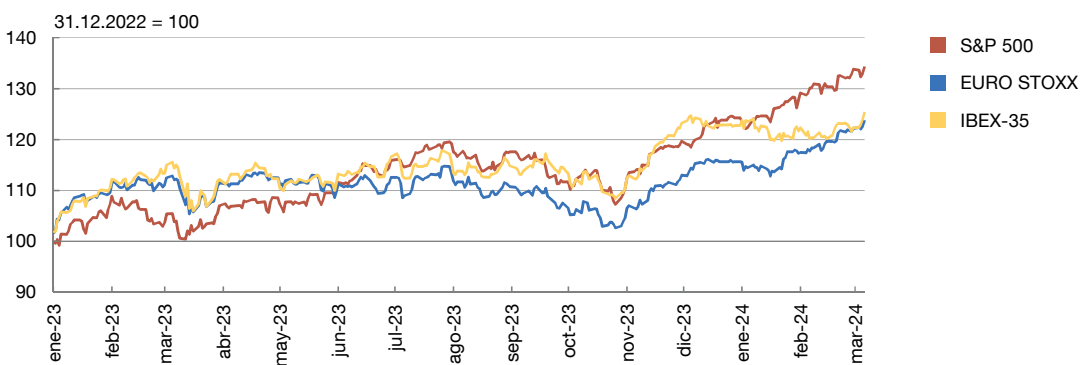
2 El ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo tiene como fecha de cierre el día 15 de febrero, fecha en la que los supuestos de tipos de interés son algo más bajos que los tipos a fecha de cierre de este Informe.

5 Las bolsas se han revalorizado y las primas de riesgo han mantenido niveles reducidos pese al repunte reciente de los tipos de interés

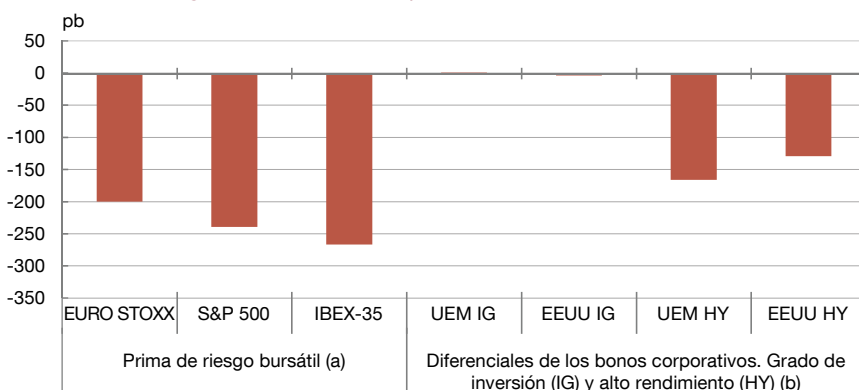
- Las **sorpresas macroeconómicas positivas** y los buenos resultados corporativos, especialmente en Estados Unidos, han impulsado una notable revalorización de los índices bursátiles internacionales durante el trimestre, prolongando la tendencia alcista de finales de 2023 (véase gráfico 5.a). Las ganancias han sido particularmente destacadas en el sector relacionado con la inteligencia artificial. Así, pese al aumento observado de los tipos de interés a largo plazo en lo que va de año, algunos índices, como el S&P 500 y el EURO STOXX, han llegado a cotizar en zona de máximos históricos.
- El IBEX-35, en cambio, ha mostrado una revalorización más contenida, condicionado, en parte, por las escasas referencias tecnológicas en el índice y por la evolución desfavorable de algunos sectores, como el eléctrico y el inmobiliario.
- Por su parte, las primas de riesgo en el segmento de alto rendimiento de renta fija y en la renta variable han permanecido en niveles muy reducidos desde una perspectiva histórica, a pesar de que el escenario macrofinanciero continúa siendo complejo y sigue estando afectado por notables tensiones geopolíticas (véase gráfico 5.b).

Gráfico 5

5.a Evolución de las bolsas



5.b Primas de riesgo. Desviación con respecto a su media histórica



FUENTES: Refinitiv Datastream, Bloomberg Data License y Banco de España.

a La prima de riesgo bursátil se calcula a partir de un modelo de descuento de dividendos de dos etapas [véase Fuller, Russell J., y Chi-Cheng Hsia. (1984). "A simplified common stock valuation model". *Financial Analysts Journal*, 40(5), pp. 49-56. Datos del 29.2.2024]. La media histórica, referida al período 2006-2024, es de 659 pb para el EURO STOXX, 495 pb para el S&P 500 y 782 pb para el IBEX-35.

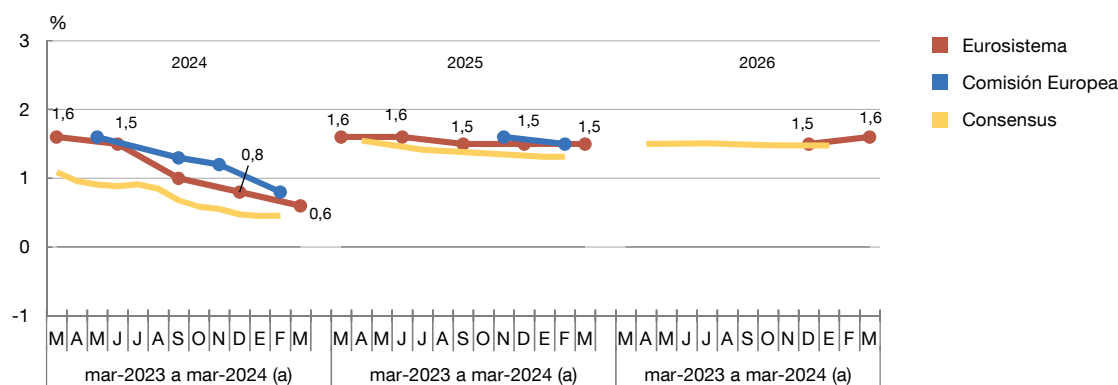
b Diferenciales con respecto a la curva swap de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch. Datos del 7.3.2024. La media histórica, referida al período 1998-2024, es de 78 pb en la UEM y 131 pb en EEUU para los bonos IG. Para los bonos HY es de 452 pb en la UEM y 445 pb en EEUU.

6 En el área del euro, la actividad económica sigue mostrando un escaso dinamismo, con previsiones de crecimiento modestas en el corto y medio plazo

- La actividad económica en la Unión Económica y Monetaria (UEM) se estancó en el cuarto trimestre de 2023, tras el leve retroceso registrado en el trimestre anterior. De este modo, el PIB habría crecido un 0,5 % en el conjunto de 2023, muy por debajo del avance del 3,4 % observado en 2022. A este escaso vigor de la actividad habrían contribuido, entre otros factores, unas condiciones financieras restrictivas, el deterioro de la confianza y la pérdida de cuota en los mercados globales de los países del área.
- Esta atonía de la actividad parece haberse prolongado en el arranque de 2024, según los indicadores coyunturales más recientes, que han evolucionado peor de lo anticipado. No obstante, estos mismos indicadores —en su versión prospectiva— parecen sugerir un ligero repunte futuro de la actividad. Todo ello, en un contexto en el que, a pesar de que la creación de empleo ha perdido algo de dinamismo en el último período, el mercado laboral sigue mostrando una considerable resiliencia y la tasa de desempleo se mantiene estable en mínimos históricos.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones del Banco Central Europeo (BCE) de marzo sigue planteando un escenario de recuperación gradual de la actividad económica en el área del euro a lo largo de este año que se traduciría en un crecimiento del PIB del 0,6 % en 2024, dos décimas por debajo de lo esperado en el ejercicio de diciembre. Para 2025 y 2026, el crecimiento previsto se mantendría prácticamente inalterado en el 1,5 % y 1,6 %, respectivamente (véase gráfico 6.a).
- Esta recuperación de la actividad se apoyaría, principalmente, en una mejora de la renta real de los hogares, propiciada por la continuada caída de la inflación —en un entorno de precios más bajos de la energía— y por los aumentos salariales previstos.

Gráfico 6

6.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: Comisión Europea, Consensus Economics y Eurozona.

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

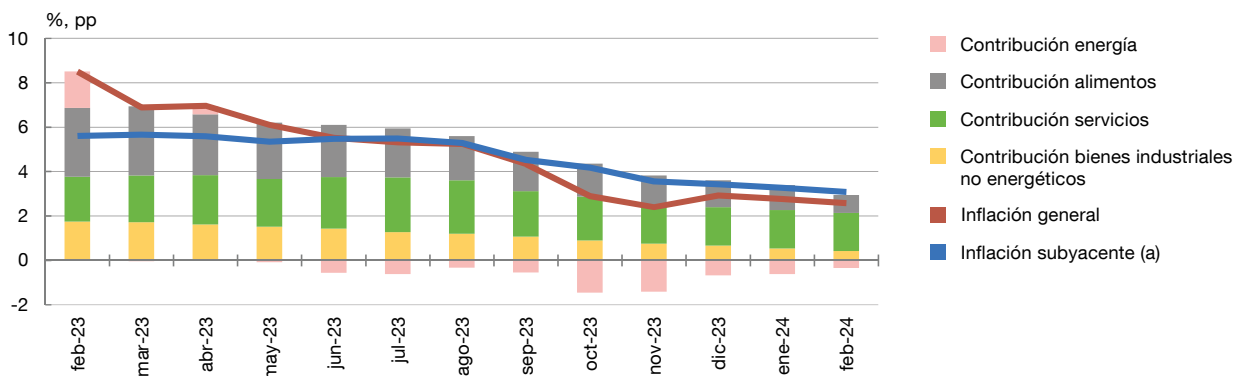


7 La evolución de la inflación en el área del euro ha sorprendido favorablemente en los últimos meses

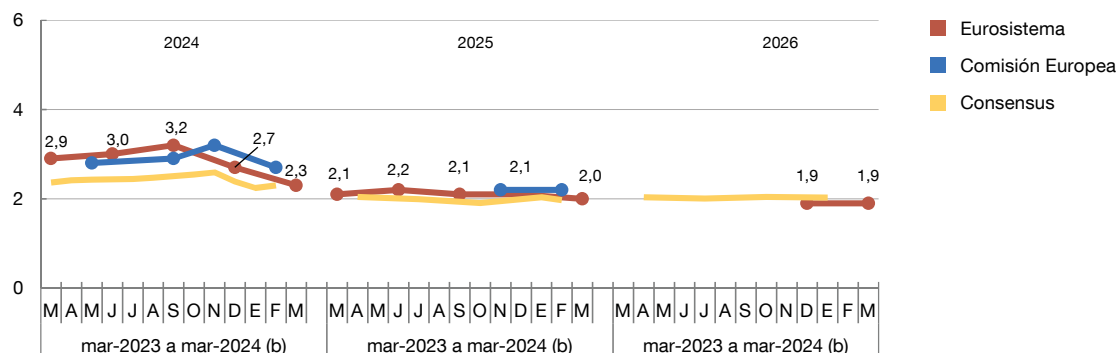
- Según el indicador adelantado del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), la inflación general de la UEM volvió a sorprender a la baja en febrero, situándose en el 2,6%, en parte como consecuencia de un descenso mayor de lo esperado del componente energético (véase gráfico 7.a).
- Por su parte, la inflación subyacente se redujo dos décimas en febrero, hasta el 3,1%, consolidando la senda descendente iniciada en el tercer trimestre de 2023. Este descenso se ha apoyado, principalmente, en la moderación de los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que la contribución de los precios de los servicios —más afectados por el repunte de los costes laborales— aún se mantiene elevada.
- En línea con los mejores datos de inflación recientes y los nuevos supuestos —que avanzan precios más bajos de la energía en el futuro—, el ejercicio de proyecciones del BCE de marzo contempla, en relación con el ejercicio de diciembre, una revisión a la baja de la inflación prevista en 2024 y 2025 de cuatro y una décimas, respectivamente, hasta el 2,3% y el 2%. Para 2026, la inflación esperada se mantiene en el 1,9% (véase gráfico 7.b).

Gráfico 7

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



7.b UEM. Previsiones de inflación



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

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

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

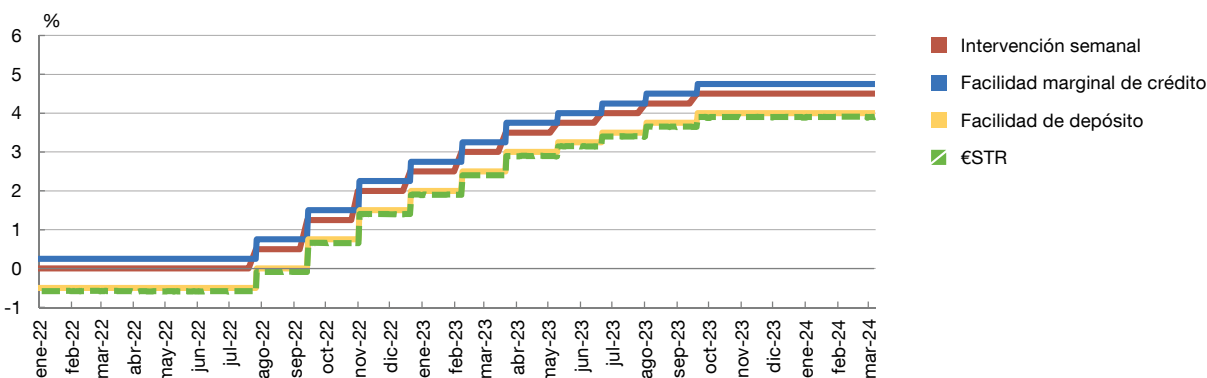


8 Los tipos de interés oficiales del BCE han permanecido sin cambios en niveles restrictivos

- El Consejo de Gobierno (CG) del BCE ha decidido, en su reunión de marzo, mantener inalterado el nivel de sus tres tipos de interés oficiales por cuarta vez consecutiva (véase gráfico 8.a). El tipo de la facilidad de depósito permanece en el 4 % desde septiembre de 2023.
- La decisión se ha tomado atendiendo a la nueva información económica y financiera recibida, así como a las nuevas proyecciones de los expertos del BCE. Si bien tanto la inflación como la mayoría de los indicadores de inflación subyacente del área del euro han sostenido una senda de moderación, las presiones inflacionistas internas siguen siendo intensas, debido en parte al fuerte incremento de los salarios. De este modo, el CG considera que el nivel actual de los tipos de interés oficiales, mantenido durante un tiempo suficientemente largo, contribuirá a que la inflación se sitúe pronto en su objetivo del 2 % a medio plazo. En cualquier caso, el CG seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar el grado y duración de la restricción que resulten apropiados.
- Por otra parte, prosigue el proceso de normalización del balance del Eurosistema. La cartera de bonos adquiridos bajo el programa de compras de activos (APP) sigue reduciéndose a un ritmo mesurado y predecible desde que el Eurosistema dejó de reinvertir el principal de los valores vencidos en julio de 2023.

Gráfico 8

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



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 7.3.2024.

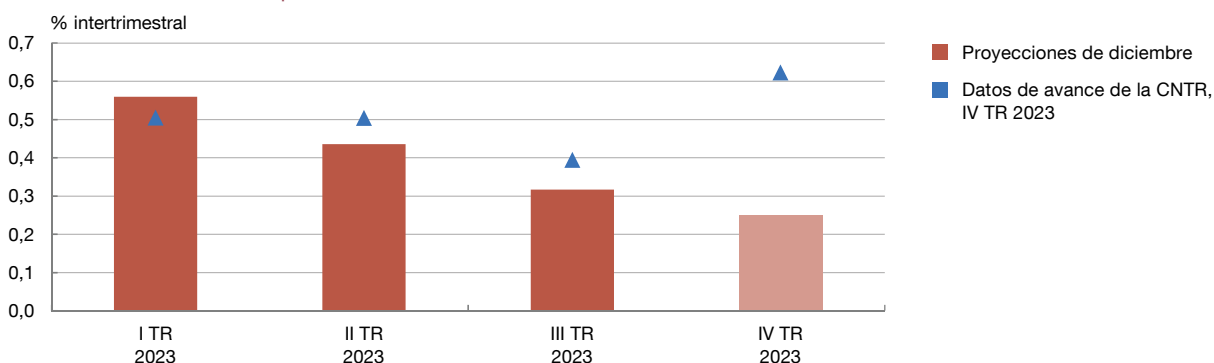


9 La economía española registró una aceleración inesperada de su ritmo de crecimiento en el último trimestre de 2023

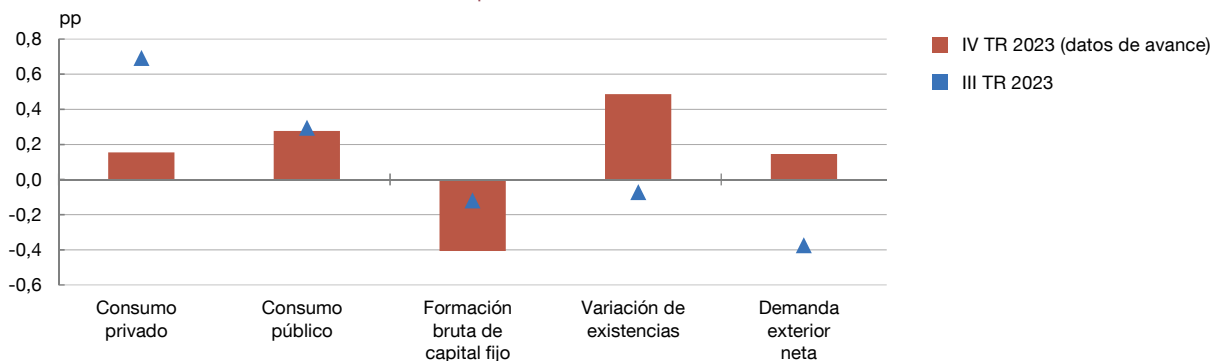
- De acuerdo con los datos de avance³ de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el ritmo de crecimiento del PIB se incrementó en el cuarto trimestre de 2023 hasta el 0,6%, 0,3 pp por encima de la tasa prevista en el **ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre** (véase gráfico 9.a). En este avance, el Instituto Nacional de Estadística (INE) también revisó ligeramente al alza las tasas de variación del PIB en el segundo y tercer trimestre de 2023. Todo ello implica un avance del producto del 2,5% en el conjunto de 2023, que contrasta con el 5,8% observado en 2022.
- El crecimiento del PIB en el cuarto trimestre habría descansado nuevamente en la demanda interna, destacando la aportación del **consumo público** y de la **variación de existencias** (véase gráfico 9.b). En cambio, el comportamiento del **consumo privado** y de la **formación bruta de capital fijo** sorprendió a la baja. Por su parte, la demanda exterior neta contribuyó de forma levemente positiva al crecimiento del PIB como resultado de un mayor dinamismo relativo de las exportaciones.
- Desde la óptica de la oferta, la agricultura, las ramas industriales y la construcción aumentaron su aportación al crecimiento en el cuarto trimestre —tras el mal comportamiento de los trimestres previos—, mientras que la actividad se desaceleró en las ramas de servicios.

Gráfico 9

9.a Evolución del PIB en España



9.b Contribuciones al crecimiento del PIB en España



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



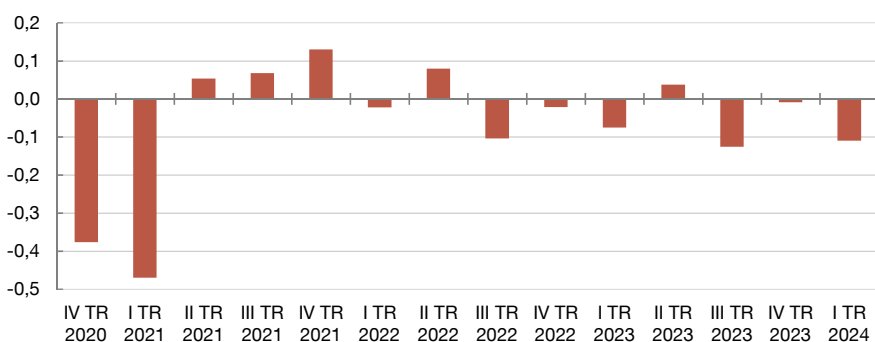
3 La información proporcionada por la CNTR para el cuarto trimestre de 2023 tiene todavía un carácter de avance y es, por tanto, susceptible de ser revisada.

10 La información coyuntural más reciente sugiere que la actividad económica española se habría ralentizado ligeramente en el primer trimestre de 2024

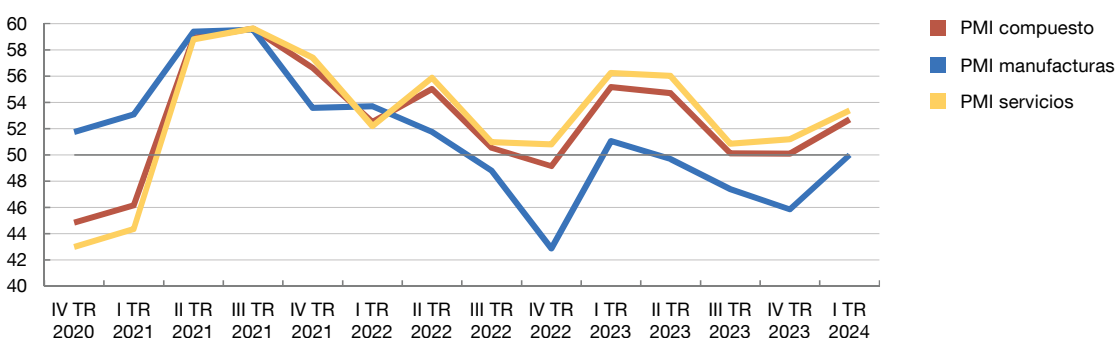
- El análisis conjunto de los distintos indicadores —entre otros, de **empleo**, de **consumo** y de **confianza**— que ofrecen información parcial, y aún incompleta, sobre el comportamiento de la actividad en el primer trimestre del año apunta a que el ritmo de avance del PIB en este período podría situarse en el 0,4 % intertrimestral, si bien la incertidumbre en torno a dicha estimación es elevada⁴.
- Entre los indicadores disponibles, los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) sugieren que, en el conjunto del primer trimestre, la facturación habría retrocedido en términos agregados en relación con el trimestre precedente (véase gráfico 10.a), aunque con una notable heterogeneidad sectorial⁵.
- Por su parte, los PMI, con información hasta febrero, han registrado un repunte con respecto a los valores observados a finales de 2023, especialmente reseñable en el caso de las manufacturas, que venían mostrando valores en terreno contractivo, por debajo de 50, desde el segundo trimestre del año pasado (véase gráfico 10.b).

Gráfico 10

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



10.b Evolución de los PMI (b)



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

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

b El dato del PMI del primer trimestre de 2024 es el promedio de los meses de enero y febrero.



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

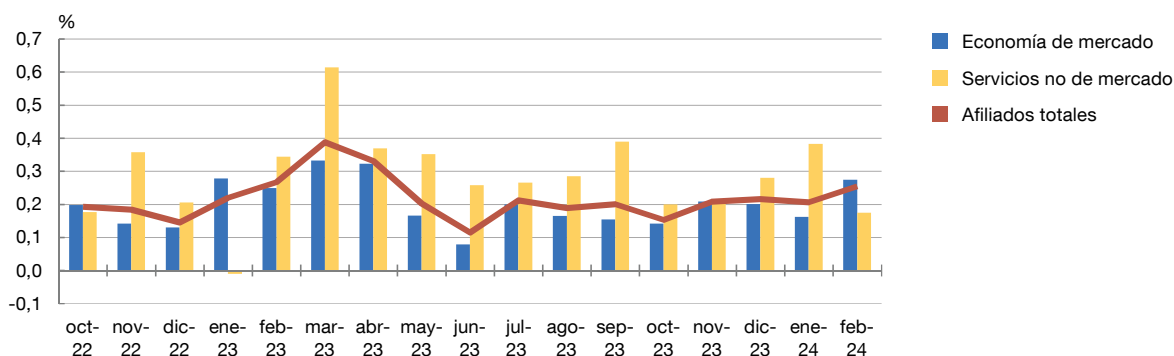
5 Para más detalles, véase [Fernández e Izquierdo \(2024\)](#).

11 La creación de empleo mantiene un elevado dinamismo, favorecida, como en trimestres anteriores, por el impulso proveniente de los trabajadores de nacionalidad extranjera

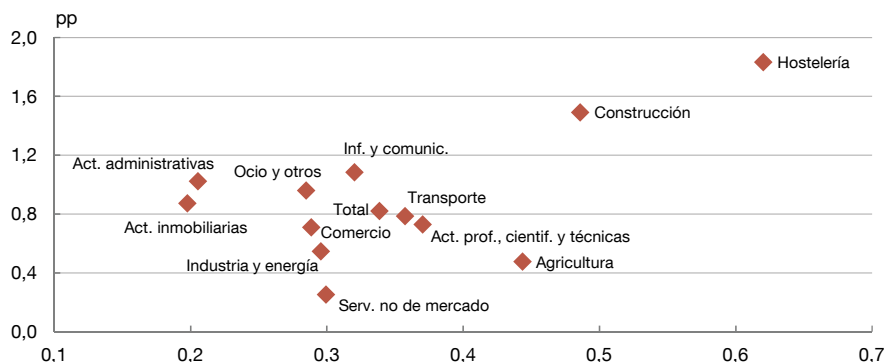
- En febrero, la afiliación a la Seguridad Social creció un 0,3 % en tasa mensual desestacionalizada, un ritmo de avance algo superior al que se viene observando desde el verano pasado (véase gráfico 11.a). Por ramas de actividad, destacó el dinamismo de la ocupación en la economía de mercado, especialmente en la agricultura y en los servicios de mercado y, dentro de estos, en la hostelería.
- En el conjunto de 2023, el colectivo de trabajadores de nacionalidad extranjera proporcionó un fuerte impulso a la afiliación, con un crecimiento medio del 9,5 %, frente al del 1,7 % que presentaron los afiliados españoles. Este patrón se ha prolongado en los inicios de este año, con avances interanuales del 8,3 % y del 1,9 % para la afiliación extranjera y para la nacional, respectivamente, en febrero.
- En los últimos trimestres, este dinamismo del empleo extranjero habría contribuido a aliviar el tensionamiento en algunos de los sectores donde las empresas reportan una mayor escasez de mano de obra, como la hostelería y la construcción (véase gráfico 11.b). En efecto, fue en estas dos ramas, en las que los problemas de escasez de mano de obra son más acuciantes —de acuerdo con la EBAE—, donde se produjeron los mayores aumentos relativos del número de ocupados de nacionalidad extranjera en 2023.

Gráfico 11

11.a Afiliación total, de la economía de mercado y de los servicios no de mercado (a)



11.b Relación entre el avance de la afiliación extranjera y la percepción de escasez de mano de obra (b)



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

a Tasa mensual desestacionalizada.

b El eje vertical recoge la variación en el peso de la afiliación extranjera sobre el total de afiliados de cada sector entre 2022 y 2023. En el eje horizontal se representa el indicador de dificultades de disponibilidad de mano de obra reportado en el IV TR 2022 por las empresas participantes en la EBAE.

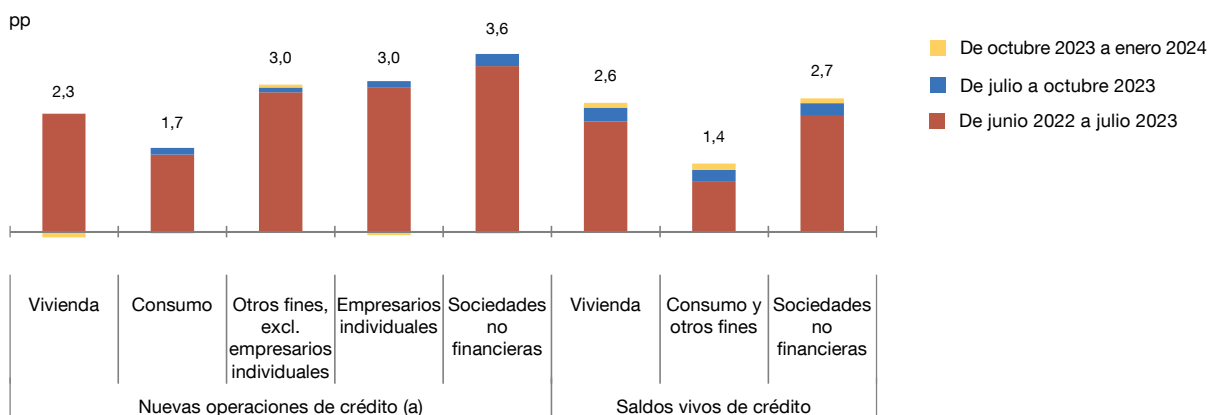


12 La financiación recibida por los hogares y las empresas continúa mostrando una cierta debilidad, en un contexto de costes de financiación elevados

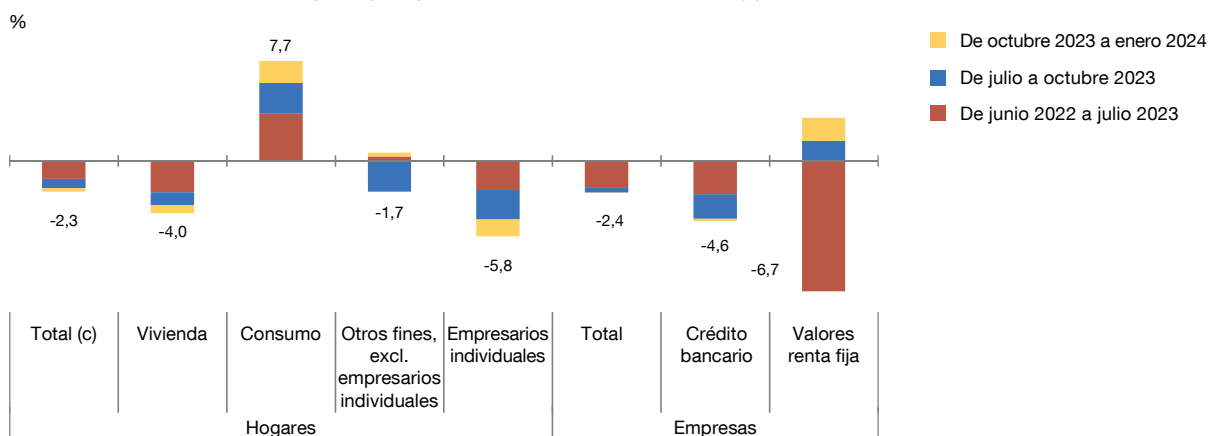
- En consonancia con la maduración del ciclo de endurecimiento de la **política monetaria del BCE**, los tipos de interés del nuevo crédito a hogares y empresas han empezado a registrar pequeñas reducciones, mientras que el coste medio de los préstamos vivos se ha incrementado muy levemente (véase gráfico 12.a).
- Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), en el último trimestre de 2023 la contracción de la demanda de crédito se moderó y los criterios de concesión solo se endurecieron en los préstamos a hogares para consumo y otros fines, en una intensidad menor que la del tercer trimestre. Para el primer trimestre de 2024, las entidades financieras anticipan una dinámica muy similar tanto de la demanda como de la oferta de crédito.
- La financiación a hogares y empresas ha seguido contrayéndose, aunque a un ritmo cada vez menor (véase gráfico 12.b). No obstante, los préstamos para consumo y las emisiones de renta fija corporativa han mostrado flujos netos de financiación positivos en los últimos trimestres.

Gráfico 12

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



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



FUENTE: Banco de España.

a Los tipos de interés bancario son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones, y están justados por componente estacional e irregular.

b Datos desestacionalizados. Incluye titulaciones, salvo en el desglose de otros fines. El total incluye financiación del resto del mundo. Los valores de renta fija incluyen las emisiones de filiales en el exterior.

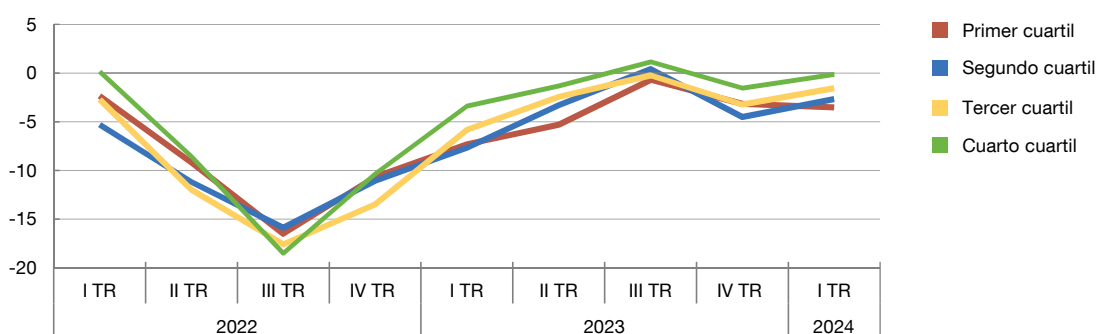


13 El consumo privado presentaría, en el primer trimestre del año, un dinamismo similar al del trimestre anterior

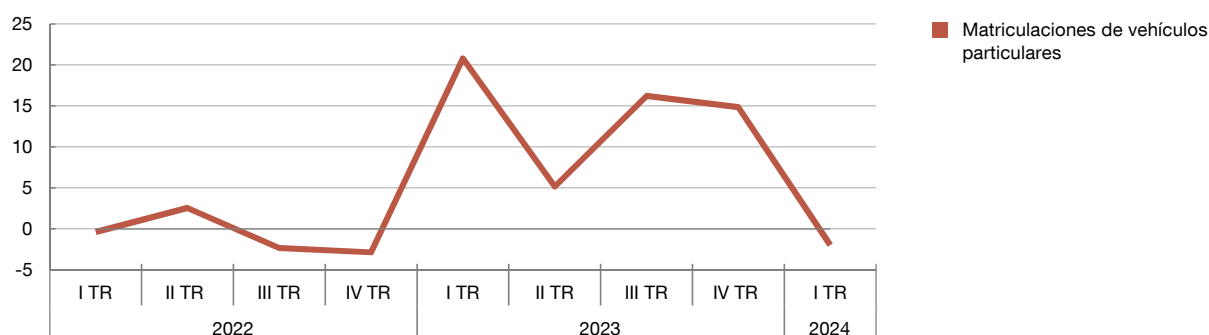
- Tras moderarse algo más de lo previsto en los últimos meses de 2023, el consumo privado habría mantenido en el arranque de 2024 un ritmo de crecimiento similar al del cuarto trimestre del año pasado. Este avance estaría apoyado, entre otros factores, en la fortaleza que continúa mostrando el **mercado laboral**, en los elevados niveles de partida de la tasa de ahorro y en la recuperación gradual de la confianza de los consumidores, en particular de aquellos situados en los estratos de renta media y alta (véase gráfico 13.a).
- En todo caso, la evolución reciente del **crédito al consumo** y de las ventas de automóviles (véase gráfico 13.b) sugiere que el impulso al consumo proporcionado por el gasto de los hogares en bienes duraderos estaría disminuyendo, como ya se anticipaba en el **ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre**.
- De cara a los próximos trimestres, en un contexto de progresiva moderación de las presiones inflacionistas, de relativa robustez del mercado de trabajo y de condiciones financieras algo más favorables, se espera que el gasto de las familias prolongue su tendencia expansiva, de forma que el ritmo de avance de este componente de la demanda sería, en el conjunto de este año, algo superior al observado durante 2023 (1,8 %).

Gráfico 13

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



13.b Evolución de las matriculaciones de vehículos particulares (b)



FUENTES: Comisión Europea y Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC).

a Para el primer trimestre de 2024, el dato corresponde al promedio de enero y febrero de 2024 (última información disponible). Datos normalizados, obtenidos restando al valor del indicador su registro promedio desde el año 2000.

b Tasas de crecimiento interanual. El dato del primer trimestre de 2024 se calcula con la información de enero y febrero con respecto al primer trimestre de 2023.

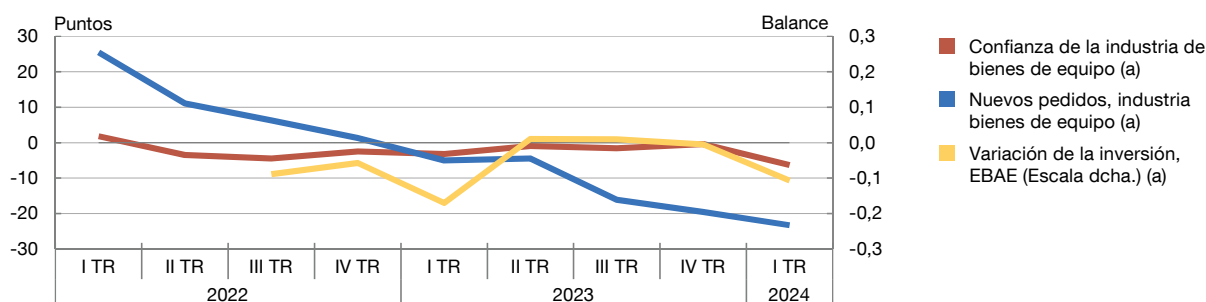


14 La debilidad de la inversión empresarial podría extenderse al inicio de 2024, mientras que la inversión en vivienda mostraría un tono más positivo

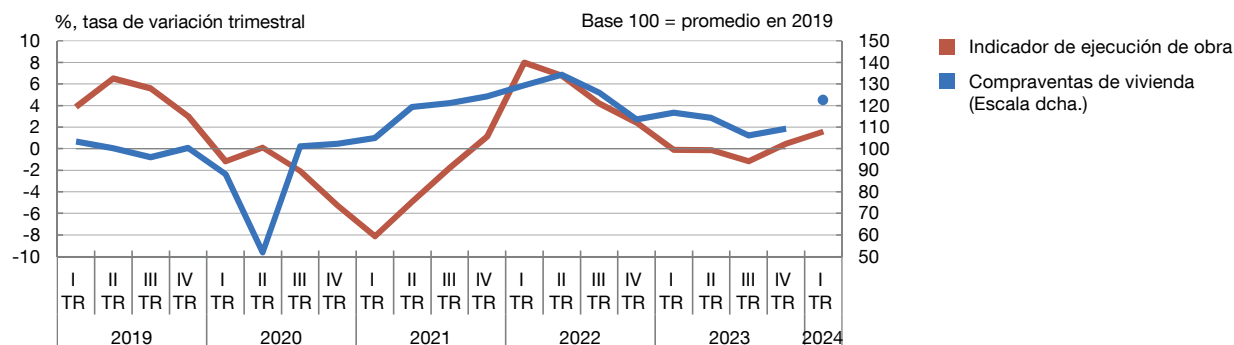
- En el cuarto trimestre de 2023, la formación bruta de capital fijo presentó un comportamiento peor del anticipado y se contrajo un 2 % intertrimestral. Este retroceso, mayor que el observado en el tercer trimestre (del 0,7 %), fue generalizado, aunque destacó la caída de la inversión en maquinaria y bienes de equipo (del 4,8 %).
- La acumulación de diversas sorpresas negativas en este componente de la demanda a lo largo de los últimos trimestres podría estar reflejando una mayor debilidad estructural de la inversión empresarial que la considerada unos meses atrás. Este hecho, unido a la evolución reciente de distintos indicadores cualitativos (véase gráfico 14.a), apuntaría a una cierta fragilidad por parte de la inversión empresarial a principios de este año.
- Por su parte, la inversión en vivienda, que avanzó un 0,2 % a finales de 2023, mantendría un tono positivo en el primer trimestre de este año a la luz del comportamiento reciente del indicador de ejecución de obra (véase gráfico 14.b). Todo ello, en un contexto de aumentos del precio de la vivienda (del 4,2 % interanual a finales de 2023), explicados, fundamentalmente, por una oferta insuficiente para atender las necesidades de la demanda⁶.

Gráfico 14

14.a Indicadores cualitativos de la inversión



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



FUENTES: Comisión Europea, EBAE (Banco de España), Centro de Información Estadística del Notariado, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

a La última observación disponible para la confianza y los nuevos pedidos de la industria es febrero de 2024. El indicador de la EBAE se construye asignando valores (2, 1, 0, -1, 2) a las respuestas cualitativas de las empresas (aumento significativo, aumento leve, estabilidad, descenso leve, descenso significativo).

b Para el indicador de ejecución de obra se asume un calendario de ejecución de tres meses desde que se emite el visado hasta el inicio de la obra y de dieciocho meses para la ejecución. Serie desestacionalizada para las compraventas de vivienda. Última observación: enero de 2024.



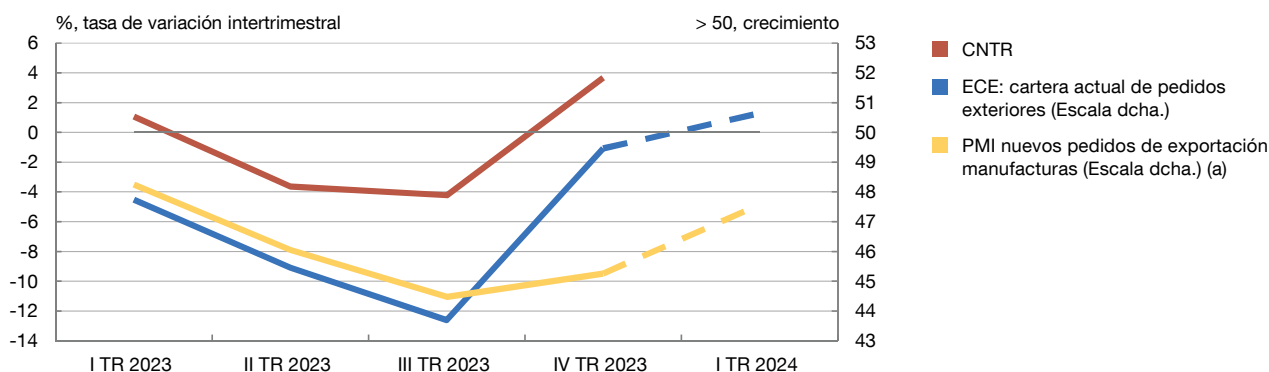
⁶ Véase Lajer, Andrés, David López y Lucio San Juan. (2024). "El mercado de la vivienda residencial en España en perspectiva: hechos estilizados y evolución reciente". Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.

15 El sector exterior prolongaría, en el primer trimestre, la senda positiva registrada a finales del año pasado, tanto en el componente de bienes como en el de servicios

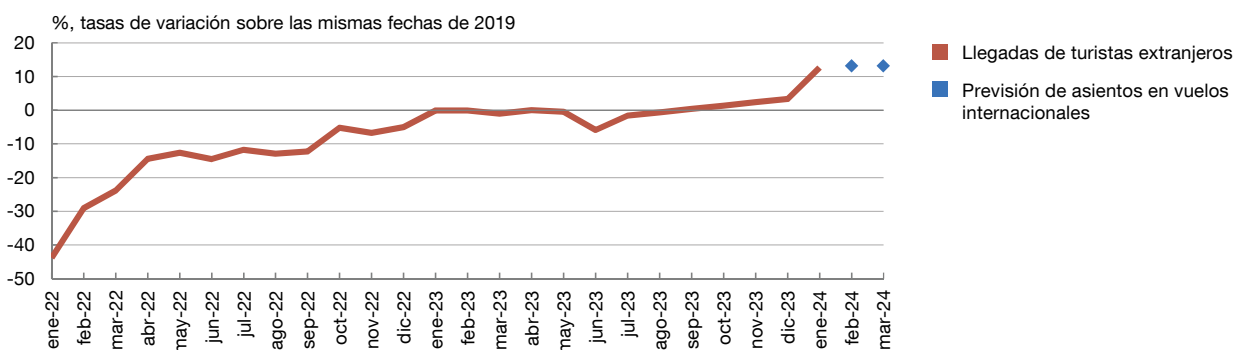
- La contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento en el último trimestre de 2023 (de 0,1 pp) descansó en una notable mejoría de las exportaciones, especialmente las de bienes, que avanzaron un 3,7%. A tenor de la evolución reciente de la cartera de pedidos exteriores y del indicador PMI de nuevos pedidos de exportación (véase gráfico 15.a), esta tendencia positiva de las exportaciones de bienes se mantendría también en el primer trimestre del año. Por lo que respecta a las importaciones de bienes, estas continuarían lastradas, en cierta medida, por el escaso dinamismo relativo que se espera de la **inversión empresarial**.
- En cualquier caso, el comportamiento de las exportaciones netas de bienes en los próximos meses podría verse muy condicionado por la evolución de las **tensiones geopolíticas en el mar Rojo** y por una posible escalada de las protestas en el sector agrícola europeo.
- Por su parte, tanto las exportaciones de servicios no turísticos como las de turismo crecieron en el cuarto trimestre de 2023. En lo que se refiere a estas últimas, los indicadores más recientes de llegadas de pasajeros internacionales serían coherentes con un tono también positivo de esta partida en el primer trimestre del año (véase gráfico 15.b).

Gráfico 15

15.a Evolución de las exportaciones de bienes en volumen (a)



15.b Llegadas de pasajeros aéreos internacionales. Tasas de variación sobre los niveles prepandemia



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, S&P Global y Aena.

a Los datos del primer trimestre de 2024 corresponden al promedio de enero y febrero.

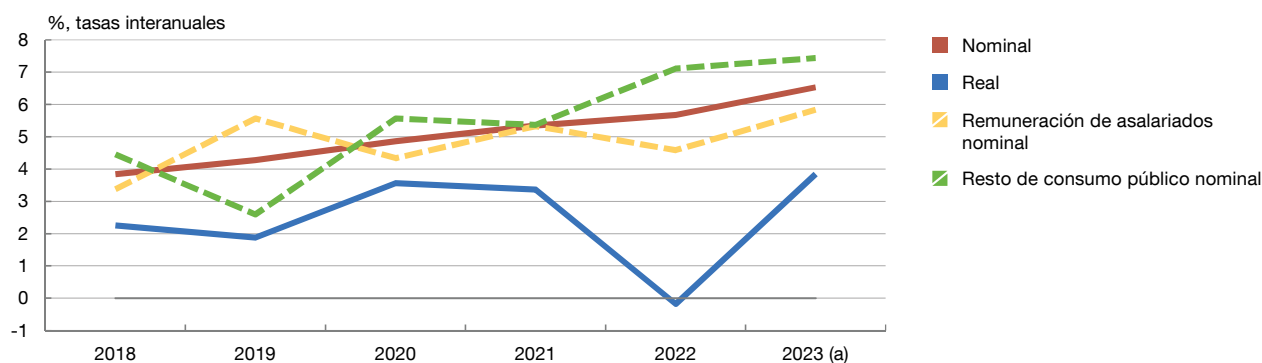


16 El consumo público sorprendió al alza en 2023

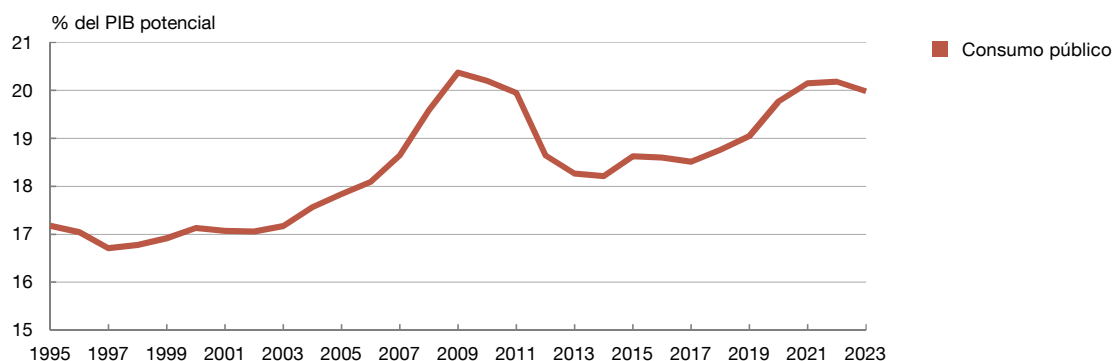
- El avance de la CNTR del cuarto trimestre, junto con la revisión de los datos de trimestres anteriores, han deparado una considerable sorpresa al alza en relación con el comportamiento del consumo público. Así, en el conjunto del año, esta partida habría aumentado un 3,8 % en términos reales —frente al 2,2 % previsto en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre](#)—, una tasa muy superior a la observada en 2022 e incluso durante el período de mayor incidencia de la pandemia (véase gráfico 16.a). A esta aceleración, que también se aprecia en términos nominales, habrían contribuido tanto la remuneración de los asalariados como el resto de partidas del consumo público.
- De esta forma, en porcentaje del PIB potencial, el consumo público se habría situado en un nivel muy próximo al máximo histórico que alcanzó en 2009 (véase gráfico 16.b). En la medida en que la evolución reciente de esta partida —sobre cuyos determinantes existe una considerable incertidumbre— podría no responder a factores transitorios —como posibles gastos relacionados con el programa NGEU u otras medidas de carácter temporal—, este mayor consumo público supondría una presión adicional sobre las cuentas públicas, que reafirmaría la necesidad de acometer un proceso riguroso de consolidación fiscal en nuestro país⁷.

Gráfico 16

16.a Evolución reciente del consumo público



16.b El consumo público en una perspectiva de largo plazo



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística e Intervención General de la Administración del Estado.

a Para 2023, la desagregación del consumo público en remuneración de asalariados y resto se basa en los datos mensuales, hasta noviembre, del agregado de AAPP sin CCLL.



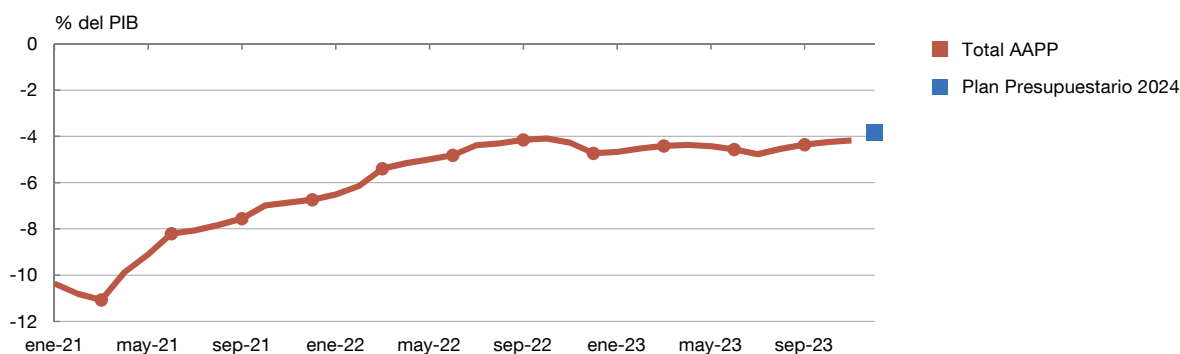
7 Véase la [presentación del gobernador del Informe Anual del Banco de España de 2022](#).

17 La extensión parcial a 2024 de las medidas de apoyo ante el repunte de los precios podría requerir de actuaciones compensatorias de ajuste fiscal

- Hasta noviembre de 2023, en el acumulado de doce meses, el saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas registra un déficit equivalente al 4,2 % del PIB. Este desequilibrio se encuentra prácticamente a medio camino entre el registrado en 2022, del 4,7 % del PIB, y el objetivo de déficit que el Gobierno se había marcado para 2023, del 3,9 % del PIB (véase gráfico 17.a).
- El descenso del déficit en 2023 habría sido el resultado de un crecimiento elevado de los ingresos (del 8,5 % hasta noviembre) y de un menor avance de los gastos (del 6,5 %). Los primeros se vieron impulsados, fundamentalmente, por las mayores bases imponibles de los impuestos directos derivadas de los aumentos nominales observados en los excedentes empresariales, los salarios y las prestaciones sociales. Por su parte, los gastos se vieron afectados al alza por la revalorización de las pensiones y por el **dinamismo del consumo público**; un efecto que fue compensado, en parte, por el menor coste que supusieron, con respecto al año anterior, las medidas de apoyo ante la crisis inflacionista.
- De cara a 2024, el Gobierno ha extendido de forma parcial algunas de estas medidas, como la rebaja del IVA de los alimentos, las reducciones de impuestos energéticos o la subvención al transporte de viajeros⁸. En conjunto, se estima que esta extensión tendría un coste presupuestario de en torno a 0,6 pp del PIB en 2024. Este coste es inferior al que estas medidas tuvieron en 2023 —1,2 pp del PIB— y en 2022 —1,5 pp del PIB—. No obstante, para asegurar el cumplimiento de la recomendación europea para 2024 —lo que requiere que el crecimiento nominal del gasto primario neto financiado a nivel nacional en 2024 no supere el 2,6 %—, podría resultar necesario implementar medidas compensatorias adicionales de ajuste del gasto o de incremento de los ingresos.

Gráfico 17

17.a Saldo presupuestario de las AAPP (a)



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

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



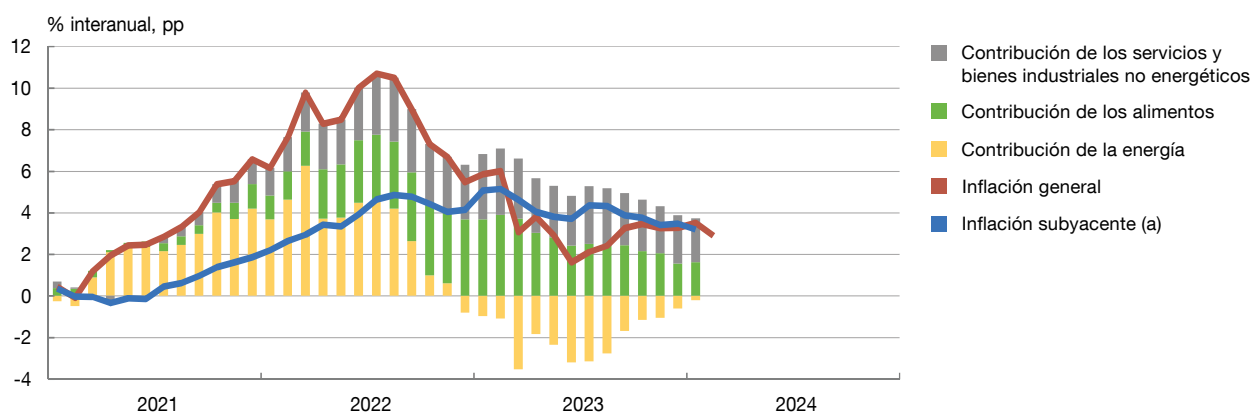
⁸ Véase Real Decreto-ley 8/2023, de 27 de diciembre.

18 La inflación descendió hasta el 2,9 % en febrero, tras el repunte observado en enero, que reflejó la reversión parcial de las medidas de apoyo ante la crisis energética

- La inflación descendió seis décimas en febrero⁹, hasta una tasa interanual del IAPC del 2,9 % (véase gráfico 18.a), lo que reflejaría, fundamentalmente, la favorable evolución de los precios de la electricidad en este mes. Por su parte, el aumento de la inflación observado en enero fue consecuencia, principalmente, de la reversión parcial de las medidas de apoyo ante la crisis energética, que ha afectado a los precios de la electricidad y el gas¹⁰, y habría sumado unas 3 décimas a la tasa de inflación general en el primer mes del año.
- Con información hasta enero, la desaceleración de los precios alimenticios se frenó a principios de año, principalmente por el efecto base de la rebaja del IVA a principios de 2023¹¹. Por su parte, la inflación subyacente prolongó su descenso, alcanzando una tasa interanual del 3,2 %, casi 2 pp por debajo de la registrada un año antes. Entre sus componentes, los bienes industriales no energéticos prolongaron la desaceleración de los meses anteriores —aunque el impacto de las rebajas en vestido y calzado resultó inferior al esperado—, mientras que la moderación de las partidas de ocio, restauración y turismo, así como de las relativas al mantenimiento y conservación de la vivienda, apoyó una leve desaceleración en el componente de servicios.

Gráfico 18

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



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.



9 Según el indicador adelantado del IAPC general correspondiente al mes de febrero. La información sobre la evolución desagregada de los componentes del IAPC en febrero se publica el 14 de marzo.

10 Aunque las medidas aprobadas a finales de diciembre supusieron una renovación parcial de las adoptadas para hacer frente al aumento de la inflación, conllevaron aumentos de algunos tipos impositivos. Así, en enero, el tipo impositivo del IVA de la electricidad y del gas natural se incrementó del 5 % al 10 %, y el tipo del impuesto especial sobre la electricidad pasó del 0,5 % al 2,5 %. Dado el descenso en febrero del precio mayorista de la electricidad por debajo de los 45 euros/MWh, el IVA de la electricidad ha regresado al 21 % en el mes de marzo, y, dada la evolución esperada para el precio de la electricidad en los mercados de futuros, se espera que se sitúe en dicho nivel durante cuatro meses a lo largo de 2024.

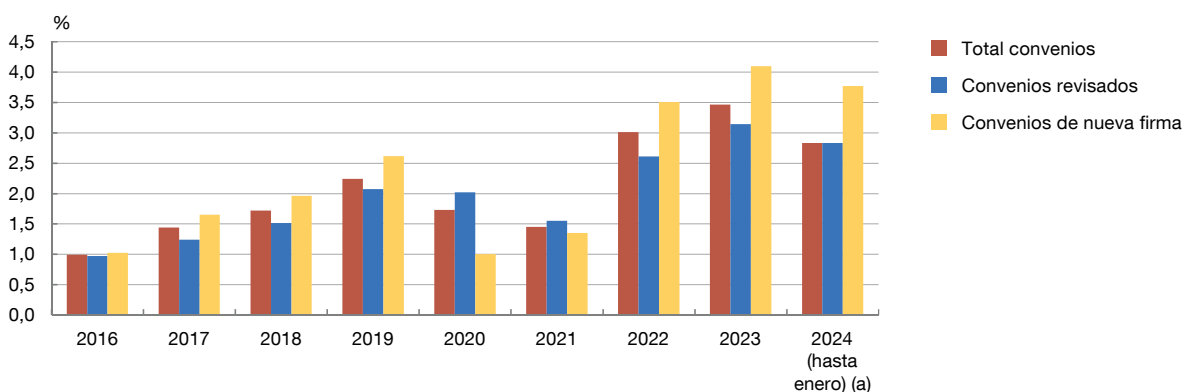
11 En enero se ha reducido el número de partidas que moderaron su crecimiento interanual hasta el 54 % de la cesta de alimentos, frente al 90 % registrado en diciembre. Esta reducción se explica, en parte, por el efecto base de la reducción en enero de 2023 del IVA de algunos alimentos esenciales.

19 El incremento salarial pactado para 2024 se sitúa en el 2,8 %, en línea con el V AENC, aunque los costes laborales presentan ritmos de avance más elevados

- Con información hasta enero, el incremento salarial pactado para 2024 se sitúa en el 2,8 %, un aumento que estaría en línea con el contemplado en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (V AENC)¹² y que supone una moderación de 0,7 pp en el ritmo de avance de los salarios pactados con respecto al observado en 2023 (véase gráfico 19.a). La práctica totalidad de los asalariados con convenio cerrado para 2024 —alrededor de 7,3 millones de trabajadores— tienen convenios firmados en años anteriores.
- Por su parte, la remuneración por asalariado en la economía de mercado finalizó 2023 con un avance del 6 %, muy por encima de los incrementos salariales pactados en convenio. Según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL), con información hasta el tercer trimestre, este mayor aumento reflejaría tanto el repunte de los costes no salariales —debido, fundamentalmente, al alza de las cotizaciones sociales¹³— como un avance del coste salarial ordinario por encima de lo pactado en la negociación colectiva.

Gráfico 19

19.a Incremento salarial pactado



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social e Instituto Nacional de Estadística.

a Los convenios de nueva firma de enero de 2024 tienen escasa representatividad, ya que se refieren únicamente a 16.453 trabajadores enmarcados en solo 8 convenios.



12 Si se tienen en cuenta los convenios con efectos en 2024 firmados desde el segundo semestre de 2023, tras la firma del V AENC en el mes de mayo, el incremento salarial medio se sitúa en el 2,9 %, en línea con la referencia del 3 % acordada.

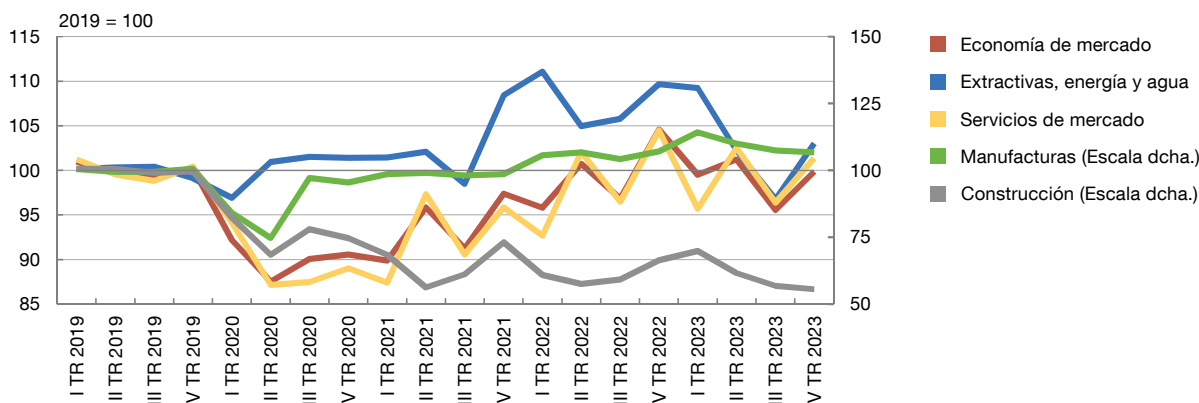
13 En particular, a raíz del aumento de las bases máximas de cotización —del 8,6%— y de las bases mínimas —del 8% tras la subida del Salario Mínimo Interprofesional (SMI)—, así como del incremento de 0,6 pp en el tipo de cotización a la Seguridad Social como consecuencia de la entrada en vigor del Mecanismo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

20 Los márgenes empresariales permanecen en niveles cercanos a los observados antes de la pandemia, aunque con una elevada heterogeneidad sectorial

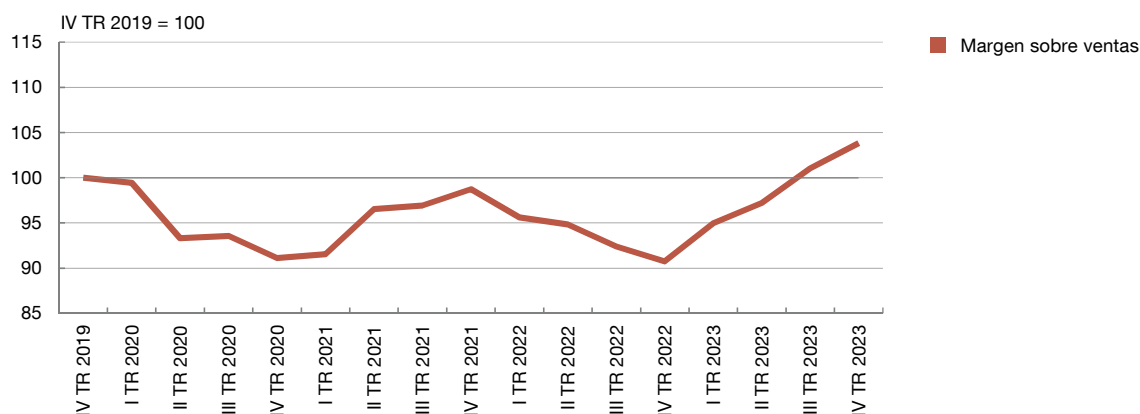
- De acuerdo con la información de la CNTR, la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado se habría mantenido en 2023 ligeramente por debajo de su nivel prepandemia (véase gráfico 20.a). En cualquier caso, esta evolución agregada continúa siendo compatible con dinámicas muy heterogéneas entre sectores.
- Por otra parte, la información de la Agencia Tributaria procedente de las ventas de grandes empresas y pymes apunta a una evolución algo más dinámica en 2023 del margen de explotación, definido como la ratio entre el indicador del resultado bruto de explotación y las ventas totales (véase gráfico 20.b). Un comportamiento que podría estar condicionado, al menos en parte, por los **mayores costes financieros** que las empresas endeudadas de nuestro país soportaron a lo largo del año pasado, en un contexto de endurecimiento de la política monetaria.

Gráfico 20

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



20.b Evolución de los márgenes empresariales según información de la AEAT (a)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y modelos del IVA y retenciones por rendimientos del trabajo y actividades económicas (AEAT).

a Total de empresas, excluyendo los sectores de refino (CNAE 19), comercio mayorista de combustibles (CNAE 4671) y gas y electricidad (CNAE 35). El margen sobre ventas se define como el cociente entre el indicador del resultado bruto de explotación y las ventas totales. Datos acumulados de cuatro trimestres, población corriente.



**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA (2024-2026)**

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)

Esta sección presenta los principales rasgos de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española a lo largo del horizonte 2024-2026¹.

Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el crecimiento del PIB de nuestro país, que en 2023 alcanzó el 2,5 %, se ralentizará en 2024 hasta el 1,9 %, cifra en torno a la cual se mantendrá en 2025, antes de desacelerarse de nuevo en 2026 hasta el 1,7 % (véase cuadro 1). Por su parte, la tasa de paro, que en 2023 se situó en el 12,1 %, mantendrá una leve senda descendente en los próximos años, si bien aún permanecerá ligeramente por encima del 11 % en 2026. Por lo que respecta a los precios, la inflación general disminuirá a lo largo del horizonte de proyección, pasando de una tasa promedio del 3,4 % en 2023 al 2,7 %, el 1,9 % y el 1,7 % en 2024, 2025 y 2026, respectivamente. También la inflación subyacente se desacelerará gradualmente durante el próximo trienio, desde una tasa promedio del 4,1 % en 2023 hasta el 2,2 % en 2024, el 1,9 % en 2025 y el 1,8 % en 2026.

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 para la actividad y los precios, y, por último, se discuten algunos de los principales riesgos que existen en torno a estas previsiones.

Principales factores condicionantes y supuestos que subyacen a las proyecciones

El ejercicio de proyecciones viene condicionado por un conjunto de supuestos técnicos acerca de la evolución futura de determinadas variables macrofinancieras y fiscales, que son fundamentales a la hora de valorar el grado de dinamismo de la actividad y el comportamiento de la inflación en los próximos trimestres. Por otro lado, la nueva información conocida acerca de la evolución del PIB en trimestres precedentes implica, con respecto a las anteriores previsiones, un punto de partida diferente sobre el que proyectar las sendas futuras de la actividad y los precios. En este apartado se describe, brevemente, el papel que este conjunto de elementos desempeña en el actual ejercicio de proyección.

1 Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 19 de diciembre, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, los datos de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del cuarto trimestre de 2023, las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales (CTNFSI) del tercer trimestre de 2023 y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de distintas variables clave en el ejercicio de proyecciones. La fecha de cierre de la recogida de información es el 15 de febrero, excepto para la referente a los mercados exteriores, que es el 9 de febrero.

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

	PIB				IAPC				IAPC sin energía ni alimentos				Tasa de paro (% de la población activa) (b)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Marzo de 2024	2,5	1,9	1,9	1,7	3,4	2,7	1,9	1,7	4,1	2,2	1,9	1,8	12,1	11,6	11,5	11,3
Diciembre de 2023	2,4	1,6	1,9	1,7	3,4	3,3	2,0	1,9	4,1	1,9	1,9	1,8	12,1	11,7	11,4	11,3

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

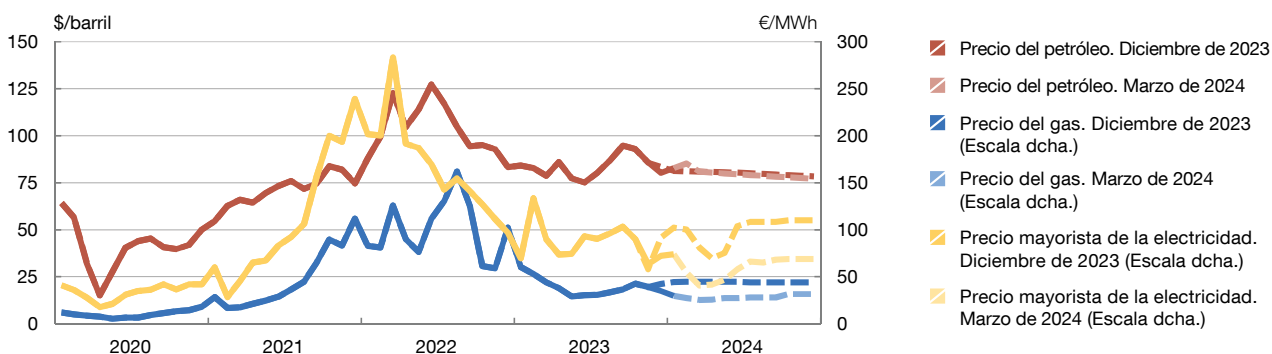
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2023.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 22 de febrero de 2024.

b Media anual.

Gráfico 1

1.a Evolución de los precios de la energía



FUENTES: Mercado Ibérico del Gas, OMIE y Reuters.

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

Supuestos sobre la evolución futura de los tipos de interés. De acuerdo con las expectativas de los mercados financieros internacionales², las sendas previstas para los tipos de interés de

2 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 respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre de la información —que, en este caso, es el 15 de febrero—.

Cuadro 2

Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

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

	2023	Proyecciones de marzo de 2024			Diferencia entre las previsiones actuales y las de diciembre de 2023 (b)		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Mercados de exportación de España (c)	-0,1	1,4	3,1	3,1	-0,8	0,1	0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	83,7	79,8	75,2	73,1	-0,3	-1,4	-0,5
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,08	1,08	1,08	1,08	-0,01	-0,01	-0,01
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	115,6	115,5	115,4	115,4	-1,1	-1,2	-1,2
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	3,4	3,4	2,5	2,3	-0,2	-0,4	-0,4
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	3,5	3,3	3,4	3,5	-0,3	-0,4	-0,4

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 9 de febrero para los mercados de exportación de España y 15 de febrero para el resto de las variables. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro* de marzo 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.

los mercados monetarios y de la deuda soberana se han revisado a la baja con respecto al anterior ejercicio de proyecciones (véase cuadro 2). En consonancia con estas revisiones, el coste de las nuevas operaciones crediticias que se espera ahora para el período 2024-2026 es también menor que el previsto hace tres meses. En todo caso, conviene señalar que los tipos de interés permanecerán en niveles relativamente elevados a lo largo de todo el horizonte de proyección.

Supuestos sobre la evolución futura de los mercados exteriores. En consonancia con las perspectivas sobre el comportamiento de la actividad económica global en los próximos trimestres y, en especial, sobre el crecimiento económico en la Unión Económica y Monetaria (UEM), los supuestos técnicos contemplan una recuperación gradual de los mercados de exportación de España en los próximos años. No obstante, el ritmo de avance previsto para dichos mercados se ha revisado ligeramente a la baja en 2024 con respecto a lo proyectado en diciembre (véase cuadro 2). Esta revisión obedece, sobre todo, al menor dinamismo que mostró la actividad en la UEM en el tramo final de 2023, en comparación con lo anticipado en diciembre. Por otra parte, en relación con el anterior ejercicio de proyecciones, el tipo de cambio del euro en términos efectivos nominales se encuentra ahora algo más depreciado.

Supuestos sobre la política fiscal en España.

- Los nuevos supuestos fiscales incorporan la extensión a 2024 —aprobada a finales de diciembre del año pasado— de parte de las medidas de apoyo frente al repunte de la inflación vigentes en 2023. En particular, además de la extensión de algunas medidas ya anticipada en el ejercicio de proyecciones de diciembre —como la de las subvenciones al transporte de viajeros o la de la rebaja del IVA de los alimentos hasta junio—, también se incluye la extensión parcial de las rebajas impositivas a la energía a partir de enero³. Asimismo, se ha incluido en este ejercicio la prórroga del impuesto a las grandes fortunas⁴. En conjunto, se estima que, con respecto a la previsión de diciembre, estas nuevas medidas elevarían en dos décimas de PIB el déficit público en 2024, mientras que apenas tendrían efecto en los dos años siguientes.
- Los supuestos sobre los gastos y las inversiones financiadas con los fondos europeos del programa *Next Generation EU* (NGEU) se mantienen sin cambios con respecto al ejercicio de proyecciones de diciembre. De este modo, se prevé que su impacto máximo sobre el nivel de PIB de la economía española se materialice en los años 2025 y 2026.
- Con todo, el tono de la política fiscal —teniendo en cuenta el efecto del programa NGEU— previsto en este ejercicio de proyecciones es ligeramente contractivo en 2024, aunque menos de lo contemplado en el ejercicio de diciembre. En el resto del horizonte de proyección, y en ausencia de medidas adicionales, el tono de la política fiscal sería prácticamente neutral. A este respecto, es importante tener en cuenta que la aplicación de las **nuevas reglas fiscales europeas** implicará la necesidad de un tono contractivo a partir de 2025.

Nuevos datos y revisiones estadísticas. Los datos de avance de la CNTR referidos el cuarto trimestre de 2023 apuntaron a un avance del PIB en dicho trimestre del 0,6 %, superior al anticipado por el Banco de España en las proyecciones de diciembre (un 0,3 %)⁵. También se revisaron al alza las tasas de crecimiento del PIB en el segundo y en el tercer trimestre de 2023, desde el 0,4 % y el 0,3 % hasta el 0,5 % y el 0,4 %, respectivamente. En ausencia de otras consideraciones, esta nueva información implicaría, de forma mecánica, un nivel de partida del producto más elevado para el actual ejercicio de proyecciones y una tasa de crecimiento del PIB mayor en 2024.

3 Por un lado, los tipos impositivos del IVA de la electricidad y del gas natural pasaron del 5 % al 10 % en enero, en vez de al 21 % contemplado en el ejercicio de previsiones de diciembre bajo el supuesto de la expiración completa de estas medidas. De acuerdo con la información vigente en la fecha de cierre de estas proyecciones, en el caso del gas natural, la reversión al tipo del 21 % se producirá a partir del segundo trimestre de 2024. Por su parte, en el caso del IVA de la electricidad, el tipo impositivo revertirá al 21 % en aquellos meses de 2024 en los que el precio medio en el mercado mayorista en el mes anterior al de referencia sea igual o inferior a 45 €/MWh. Según la evolución más reciente y los precios cotizados en los mercados de futuros, esta condición se cumpliría en cuatro meses a lo largo de 2024. Por otro lado, el tipo del impuesto especial sobre la electricidad pasa del 0,5 % al 2,5 % en el primer trimestre de 2024, al 3,8 % en el segundo trimestre y al 5,1 % a partir del tercer trimestre, que es lo que habría supuesto la expiración total de dicha medida. Véase Real Decreto-ley 8/2023, de 27 de diciembre.

4 Este impuesto se aprobó inicialmente para los años 2023 y 2024, pero se ha prorrogado hasta que se reforme la imposición patrimonial en el marco de la reforma de la financiación autonómica. Adicionalmente, el 6 de febrero, el Gobierno aprobó una reforma de las retenciones del IRPF que anticipa una rebaja de este impuesto para evitar gravar las rentas del trabajo de importes reducidos (en torno al nuevo salario mínimo interprofesional).

5 “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2026)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2023.

Evolución prevista para la actividad

La economía española registró una aceleración inesperada de su ritmo de crecimiento durante el último trimestre de 2023, si bien la evolución del consumo privado y de la formación bruta de capital fijo sorprendió a la baja. Como se ha mencionado, según los datos de avance de la CNTR publicados por el INE⁶, el crecimiento intertrimestral del PIB se situó en el 0,6 % en el cuarto trimestre, significativamente por encima del esperado por el Banco de España en diciembre (0,3 %) y del observado en el trimestre precedente (0,4 %). No obstante, este crecimiento fue el resultado de unas dinámicas muy diferentes para los principales componentes de la demanda. Por un lado, destacó la contribución positiva al avance del producto de la variación de existencias —de 0,5 puntos porcentuales (pp)—, una rúbrica que ha venido mostrando una considerable volatilidad en los últimos años. También sorprendió el elevado dinamismo que presentó el **consumo público**; un vigor que habría propiciado que esta partida aumentase un 3,8 % en el conjunto de 2023, una tasa superior a las observadas en 2020 y 2021 durante el período de mayor incidencia de la crisis sanitaria. Por otro lado, tanto el consumo privado como la formación bruta de capital fijo se comportaron peor de lo esperado. El primero porque se desaceleró más de lo previsto, para avanzar un 0,3 %, muy por debajo del incremento del 1,2 % registrado en el tercer trimestre. El segundo porque se contrajo con cierta intensidad —un 2 %— y de manera bastante generalizada por componentes; destaca la caída del 4,8 % que experimentó la inversión en bienes de equipo y maquinaria. De prolongarse la relativa debilidad de estos dos componentes de la demanda, que habitualmente constituyen los principales soportes de crecimiento estable para cualquier economía, podría condicionar la capacidad de la economía española para mantener en los próximos trimestres el elevado grado de dinamismo que presentó a finales de 2023.

La información coyuntural más reciente sugiere que el dinamismo de la actividad económica española se habría ralentizado ligeramente en el primer trimestre de este año. En particular, a la luz de esta información, en el arranque de 2024 el consumo privado mantendría un ritmo de crecimiento similar al del cuarto trimestre del año pasado, mientras que la inversión empresarial seguiría mostrando una cierta debilidad. Además, tras el fuerte crecimiento que registraron en el último trimestre de 2023, tanto el consumo público como los inventarios perderían vigor. En concreto, en el caso de los inventarios, la evidencia más reciente sugiere que, un trimestre después de que estos muestren una elevada contribución positiva al crecimiento, es frecuente que la aportación de la variación de existencias al avance del producto sea negativa⁷. Con todo, el análisis conjunto de los distintos **indicadores disponibles para el primer trimestre de este año** —entre otros, la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), los datos de afiliación a la Seguridad Social y los índices de gestores de compras— resulta compatible con una desaceleración del ritmo de avance del PIB durante este período hasta el 0,4 % intertrimestral.

6 Nótese que la información proporcionada por la CNTR para el cuarto trimestre de 2023 tiene todavía un carácter de avance y es, por tanto, susceptible de ser revisada.

7 A modo de ilustración, en el cuarto trimestre de 2021 y en el mismo período de 2022, la variación de existencias contribuyó positivamente al crecimiento del PIB en sendos 1,1 pp. Un trimestre después, la aportación de este componente al avance del producto fue de -0,7 pp y -0,5 pp, respectivamente.

Más allá del primer trimestre, se prevén tasas de avance del PIB relativamente estables que irán convergiendo, a lo largo del horizonte de proyección, hacia aquellas coherentes con la capacidad de crecimiento potencial de la economía española. Estas perspectivas reflejan el impacto neto de múltiples factores que inciden sobre el grado de dinamismo de la actividad con intensidades y direcciones distintas y a lo largo de horizontes temporales diferentes. Así, por ejemplo, el aumento del PIB se verá favorecido durante los próximos trimestres por la disipación gradual del impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad, el crecimiento poblacional previsto, la reactivación paulatina de la economía europea y global y el mayor despliegue de los fondos NGEU, entre otros factores. No obstante, en sentido contrario, el agotamiento de algunos vientos de cola que han impulsado recientemente el crecimiento —como la existencia de una importante demanda embalsada de determinados bienes y servicios o la intensa corrección de algunas de las perturbaciones de oferta negativas que lastraron la actividad en 2021 y 2022— y la persistencia de considerables tensiones geopolíticas incidirán negativamente, entre otros factores, sobre el ritmo de avance futuro de la actividad. Con todo esto, la valoración conjunta de estos determinantes sugiere que, en términos de las tasas medias anuales, el crecimiento del PIB se reducirá desde el 2,5 % en 2023 hasta el 1,9 % en 2024, cifra en la que se mantendrá en 2025, antes de descender levemente hasta el 1,7 % en 2026 (véase cuadro 3).

Mientras que en 2023 la demanda exterior neta y el consumo público tuvieron una contribución notable al crecimiento del PIB, en los próximos años el consumo privado y la inversión serán los principales motores de la actividad económica española (véase gráfico 2). El avance del consumo de los hogares —que hasta finales de 2023 no recuperó sus niveles previos a la pandemia— se verá favorecido en los próximos trimestres por el aumento de la población, un incremento de las rentas reales que conllevará la moderación de las tasas de inflación, el dinamismo de la creación de empleo y las subidas salariales que se proyectan. Por otra parte, tras la considerable debilidad que experimentó a lo largo de 2023, la formación bruta de capital fijo aumentará a lo largo del horizonte de proyección, apoyada por el efecto dinamizador que se espera que provenga de los proyectos vinculados al programa NGEU —cuyo despliegue se prevé que gane tracción en 2024 y 2025— y por el desvanecimiento gradual del impacto negativo asociado al endurecimiento acumulado de la política monetaria. En todo caso, la inversión seguirá siendo el componente de la demanda que muestre una recuperación más tardía de los niveles prepandemia. En cuanto a la demanda exterior neta, está tendrá una aportación prácticamente nula al incremento del PIB durante 2024-2026, fundamentalmente por la recuperación de las importaciones —en consonancia con el avance de la demanda final y de la formación bruta de capital fijo, que tiene un elevado contenido importador—, en un contexto en el que las exportaciones de bienes y servicios también mostrarán un comportamiento relativamente dinámico.

En comparación con las proyecciones de diciembre, el crecimiento del PIB se revisa al alza en 2024 y se mantiene sin cambios en 2025 y 2026. La tasa media de crecimiento del PIB en 2024 se eleva en 0,3 pp, hasta el 1,9 % (véase gráfico 3). Esta revisión resulta de incorporar los siguientes elementos, que operan en distintas direcciones:

- Los nuevos datos de la CNTR para el cuarto trimestre de 2023 —que muestran un avance del producto mayor de lo esperado—, así como las revisiones al alza de las tasas de

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

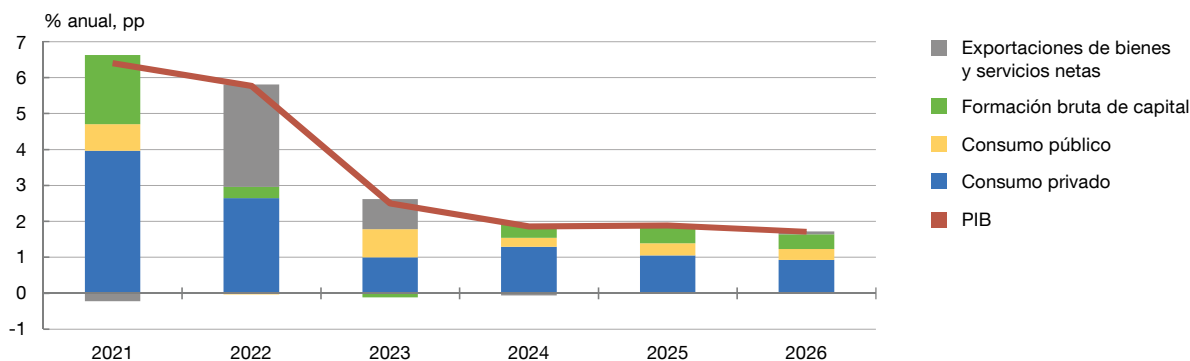
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 22 de febrero de 2024.

Gráfico 2

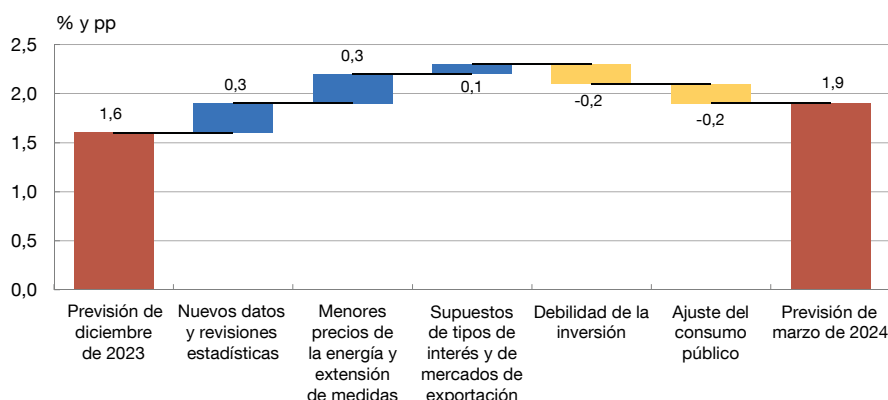
2.a Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes



FUENTE: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

Gráfico 3

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

crecimiento del PIB en los dos trimestres anteriores, tienen un efecto arrastre positivo sobre la tasa media de crecimiento del PIB en 2024 de 0,3 pp.

- Respecto a lo proyectado en diciembre, los menores precios de la energía que se han observado en los mercados internacionales en los últimos meses, unas perspectivas más favorables en cuanto a su evolución futura y la retirada más gradual de lo anticipado de las medidas desplegadas por las autoridades para combatir los efectos del episodio inflacionista contribuyen también a una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2024.
- De acuerdo con los supuestos técnicos más recientes, se proyecta ahora una senda más baja para los tipos de interés. Esta revisión, a través de unas condiciones de financiación más favorables para los agentes, también supone un mayor impulso para la actividad económica a lo largo de este año⁸.
- La debilidad que la formación bruta de capital fijo ha mostrado en los últimos trimestres, junto con las perspectivas más negativas de las empresas de cara al primer trimestre del año en comparación con lo esperado hace tres meses —de acuerdo con la información procedente de la EBAE—, conlleva un menor dinamismo de la inversión en un futuro más inmediato y, por tanto, un menor crecimiento del PIB en 2024 respecto a lo proyectado en diciembre.
- El elevado dinamismo del consumo público de los últimos meses de 2023 implica un nivel de gasto por parte de las Administraciones Públicas al cierre del año significativamente mayor que el contemplado en diciembre y, asociado a ello, la existencia de un menor

⁸ Nótese que, para 2024, el impacto positivo de los menores tipos de interés sobre el crecimiento del PIB más que compensa el efecto levemente negativo sobre el avance del producto asociado al menor dinamismo que se anticipa en el actual ejercicio de proyecciones para los mercados de exportación españoles.

margen de expansión de cara a los próximos trimestres, lo que redonda en un menor crecimiento del PIB en 2024.

Respecto al mercado laboral, se prevé que el dinamismo del empleo se modere a lo largo del horizonte de proyección, de manera que se produzca una cierta recuperación de la productividad. En el tramo final de 2023, los ritmos de creación de empleo se situaron por encima de lo previsto meses atrás —en sintonía con el comportamiento de la actividad— y, además, los indicadores disponibles para los primeros meses de 2024 apuntan a una prolongación de este dinamismo. Por lo tanto, el crecimiento previsto del empleo en 2024 se ha revisado al alza con respecto al ejercicio de diciembre, si bien se mantiene sin cambios la senda de ralentización proyectada para 2025 y 2026. De este modo, y a pesar de la revisión al alza del PIB, la productividad aparente del trabajo seguirá mostrando una considerable debilidad durante 2024, aunque se prevé que registre una cierta recuperación a lo largo del resto del horizonte de proyección. Por su parte, la tasa de paro continuará reduciéndose en los próximos años, aunque a un ritmo más lento que en los anteriores, debido tanto a la moderación esperada en el ritmo de creación de empleo como al crecimiento previsto de la población activa —que, en línea con lo observado en los últimos años, se verá impulsado por un elevado dinamismo de los flujos de inmigración—. Como resultado de todo ello, la tasa de paro permanecerá por encima del 11 % en 2026.

Evolución prevista para los precios y los costes

La inflación general descendió en febrero, tras repuntar ligeramente en el primer mes del año. En particular, la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en el 2,9 % en febrero, frente al 3,5 % registrado en enero y el 3,3 % correspondiente al mes de diciembre. El repunte de la inflación de enero obedeció, principalmente, al impacto de la reversión parcial de algunas de las medidas impositivas implementadas por el Gobierno para mitigar los efectos del repunte inflacionista⁹. En todo caso, conviene mencionar que dicho impacto habría sido superior si la reversión de las medidas impositivas sobre los precios energéticos hubiera sido total, tal y como se asumía en el ejercicio de proyecciones de diciembre. Por su parte, la desaceleración de la inflación general observada en febrero se debió, sobre todo, a la evolución más contenida de los precios de la electricidad, que habría más que compensado el repunte de los precios de los carburantes —tras los descensos registrados en meses anteriores—. En todo caso, respecto a lo contemplado en el ejercicio de proyecciones de diciembre —y una vez descontado el impacto de la reversión parcial de las medidas impositivas en enero—, el componente energético habría sorprendido a la baja de forma significativa en los últimos meses.

De acuerdo con la información más desagregada disponible hasta enero, la inflación subyacente habría prolongado su senda de desaceleración gradual en los últimos meses

⁹ En concreto, el IVA de la electricidad y del gas aumentó desde el 5 % hasta el 10 % el 1 de enero de 2024, y el impuesto especial sobre la electricidad, desde el 0,5 % hasta el 2,5 %. De forma automática, estos cambios habrían supuesto un incremento en la tasa de inflación de enero próximo a 0,3 pp.

—si bien a un ritmo ligeramente menor que el esperado en diciembre—, mientras que los precios de los alimentos experimentaron un cierto repunte. La inflación subyacente descendió 0,3 pp en enero, hasta situarse en el 3,2 %, debido, fundamentalmente, al menor dinamismo que mostraron los precios de los servicios de ocio, restauración y turismo, así como los relativos al mantenimiento y conservación de la vivienda. No obstante, esta moderación de la inflación subyacente fue menos acusada de lo previsto. Entre los factores que podrían explicar esta sorpresa, cabe destacar el papel de los precios del vestido y del calzado, cuya evolución reciente sería coherente con una traslación más intensa de lo previsto de los incrementos pasados en los precios de producción, tal y como habría reflejado, al menos en parte, un impacto de las rebajas sobre sus precios de venta menor que el estimado en años anteriores. Por su parte, el aumento del ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos se debió, principalmente, a los efectos base ligados a la reducción del IVA de algunos alimentos en enero de 2023, como se anticipaba en diciembre. Sin embargo, el repunte fue ligeramente mayor de lo esperado, debido a la resistencia a la baja que han mostrado los precios de determinados alimentos especialmente afectados por unas condiciones climatológicas adversas para su producción —por ejemplo, frutas, hortalizas y aceite de oliva—.

Se espera que la inflación retome una senda descendente en los próximos meses (véase gráfico 4.a). Esta dinámica reflejará una moderación gradual del ritmo de avance de los precios de los alimentos y de la inflación subyacente, que más que compensará el repunte que mostrará la contribución del componente energético. En este sentido, el ritmo de variación del IAPC energético, que en el cuarto trimestre de 2023 se situó cerca del -9 %, se elevará hasta el entorno del 2 % a finales de 2024. Una parte importante de este repunte está asociada a la retirada gradual de las medidas impositivas previamente mencionadas.

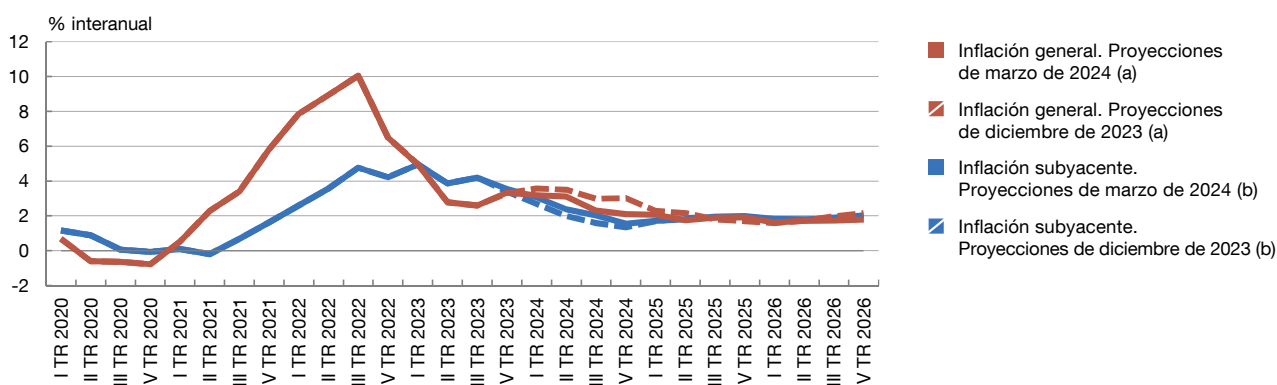
Los precios de los alimentos prolongarán su moderación a lo largo del horizonte de proyección (véase gráfico 4.b). El principal elemento que explica la ralentización prevista en las presiones inflacionistas de los alimentos es la disminución de los costes de varios de sus insumos productivos más importantes —como la energía y los fertilizantes—, descenso que también se está viendo reflejado en los precios de las materias primas alimentarias. Por otro lado, la extensión de la rebaja del IVA de los alimentos hasta junio de 2024 contribuirá a contener los precios de los alimentos en la primera mitad del año, aunque los presionará levemente al alza en el segundo semestre¹⁰.

La inflación subyacente, por su parte, seguirá desacelerándose a lo largo de este año y, en promedio, se situará en el entorno del 2 % en el bienio 2025-2026 (véase gráfico 4.a). Entre otros factores, a esta evolución contribuirán, durante los próximos trimestres, el impacto sobre la demanda del endurecimiento acumulado de la política monetaria y la traslación progresiva a los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios de las reducciones ya observadas en los precios de la energía. Además, la extensión a todo 2024 de

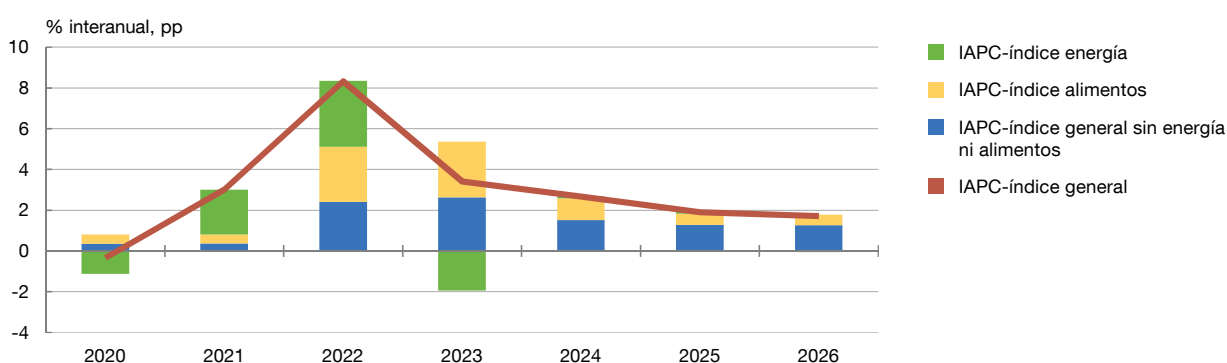
10 Se asume, de acuerdo con las medidas aprobadas por el Gobierno, que en julio de este año el IVA de ciertos productos alimentarios de primera necesidad volverá al 4 % (desde el 0 % actual), y el de otros productos alimentarios, al 10 % (desde el 5 % actual). Este supuesto ya estaba incorporado en las previsiones de diciembre.

Gráfico 4

4.a Evolución de la inflación general y subyacente



4.b Contribuciones al crecimiento del IAPC, por componentes



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Medida con el IAPC.

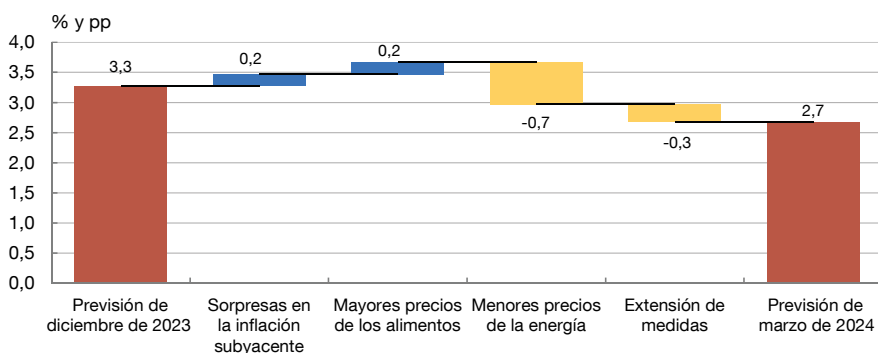
b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

los descuentos vigentes en el transporte público presionará a la baja la tasa de inflación subyacente en este año, si bien ejercerá un efecto al alza en el próximo —cuando se supone que esta medida expirará—.

De acuerdo con lo observado en los últimos trimestres, no se prevé que se materialicen efectos de segunda vuelta significativos sobre la inflación. En particular, se espera que los salarios negociados continúen evolucionando en línea con el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva y registren incrementos anuales en el entorno del 3% a lo largo del horizonte de proyección. No obstante, la remuneración por asalariado mantendrá crecimientos algo superiores a los pactados en la negociación colectiva —sobre todo, en 2024—, fundamentalmente como consecuencia de una deriva salarial ligeramente positiva. Por otra parte, se espera que los márgenes empresariales sigan comportándose de forma relativamente contenida, de tal modo que puedan acomodar los incrementos previstos en los costes laborales unitarios —en un contexto en el que la remuneración por asalariado seguirá presentando un dinamismo mayor que el de la productividad—.

Gráfico 5

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

Teniendo en cuenta todos estos elementos, la inflación general se reducirá gradualmente desde el 3,4 % observado en 2023 hasta el 2,7 % en 2024, el 1,9 % en 2025 y el 1,7 % en 2026. Por su parte, la inflación subyacente, que en 2023 se situó, en promedio anual, en el 4,1 %, se reducirá hasta el 2,2 % en 2024 y registrará un ligero descenso adicional en el bienio posterior.

En comparación con las anteriores proyecciones, las actuales incorporan una notable revisión a la baja en la inflación general de 2024. En concreto, la tasa media de la inflación general que se prevé ahora para este año es 0,6 pp menor que la anticipada en diciembre. Esta revisión responde, fundamentalmente, al impacto neto de varios factores que operan en direcciones opuestas (véase gráfico 5.a):

- Los menores precios de la energía que se han observado en los últimos meses y las perspectivas más favorables que los mercados de futuros contemplan ahora para la evolución de dichos precios durante los próximos trimestres implican una revisión a la baja de 0,7 pp en la tasa de inflación general promedio en 2024¹¹.
- La extensión parcial —no contemplada en las proyecciones de diciembre— de algunas de las medidas desplegadas por las autoridades para mitigar los efectos del episodio inflacionista genera una revisión a la baja de 0,3 pp en la inflación promedio de este año.
- Las sorpresas al alza que se han producido recientemente en la evolución de la inflación subyacente y en la de los alimentos inducen una ligera revisión al alza en las sendas de estas dos rúbricas, de manera que las presiones inflacionistas en estos bienes y servicios son ahora algo más persistentes respecto a lo proyectado en diciembre. Como ya se ha

11 Los nuevos supuestos sobre los que descansan las proyecciones contemplan unos menores precios de la energía a lo largo de todo el horizonte, lo que también conlleva una revisión a la baja en las tasas de inflación previstas para 2025 y 2026. Sin embargo, en 2025, dicha revisión a la baja es compensada por el impacto positivo que tendrá, sobre la tasa de inflación promedio anual, la expiración, prevista para ese año, de las medidas desplegadas por las autoridades para hacer frente al repunte de la inflación que aún permanecen vigentes en 2024.

mencionado, en los últimos meses estas sorpresas habrían estado relacionadas, fundamentalmente, con los efectos de unas condiciones climatológicas más adversas de lo esperado y con una traslación más acusada de los incrementos pasados en los costes de producción de vestido y calzado. Las nuevas sendas de inflación subyacente y de inflación de los alimentos acarrearán, cada una, una revisión de 0,2 pp en la tasa de inflación general promedio en 2024.

Principales riesgos en torno a estas proyecciones

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

La principal fuente de riesgo sobre el actual ejercicio de proyecciones sigue siendo, como en anteriores ejercicios, la incertidumbre geopolítica a escala global y, en particular, la posibilidad de una escalada de los conflictos bélicos que están activos en Ucrania y en la Franja de Gaza. En relación con este último conflicto, el aumento de las tensiones en la zona del mar Rojo a lo largo de los últimos meses ha dado lugar a un marcado repunte de los costes de transporte marítimo y a un aumento de los indicadores que aproximan la gravedad de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros. No obstante, en un contexto en el que el dinamismo de la demanda global es relativamente moderado y no se aprecian señales de congestión significativas en las industrias logísticas y en las cadenas globales de suministro, el impacto de estas perturbaciones sobre la inflación y la actividad estaría siendo, por el momento, limitado¹². En todo caso, no puede descartarse un escenario más adverso, en el que la persistencia en el tiempo de estas tensiones, o una eventual escalada de estas, diese lugar a perturbaciones de oferta más negativas que presionaran a la baja el ritmo de avance de la actividad y al alza la inflación respecto al escenario central de estas proyecciones. En este sentido, cabe reseñar que, de acuerdo con la EBAE, aproximadamente la mitad de las empresas españolas encuestadas de las ramas industriales y de comercio declaran verse afectadas por estas tensiones.

El impacto sobre la actividad y los precios del endurecimiento acumulado de la política monetaria supone otra fuente de incertidumbre relevante. En este sentido, la debilidad de la actividad económica y la moderación de la inflación en el área del euro en los últimos trimestres —más acusadas de lo previsto— podrían apuntar a una transmisión de la política monetaria algo más intensa de lo esperado. También apuntarían en esta dirección las sorpresas a la baja que se han producido, de forma bastante frecuente en los últimos trimestres, en la evolución del crédito al sector privado. En todo caso, la complejidad que rodea a la cuantificación de estos efectos aconseja interpretar con cautela el posible impacto causal que la conducción de la política monetaria estaría teniendo sobre los principales agregados macrofinancieros. Estas cautelas son especialmente necesarias en un escenario como el actual, caracterizado por la coincidencia en el tiempo de múltiples perturbaciones y políticas públicas que condicionan la evolución de la

12 Viani (2024).

actividad y los precios. Por tanto, se hace imprescindible mantener un enfoque dependiente de los datos que permita hacer un seguimiento continuo de esta cuestión a largo de los próximos meses.

Otras fuentes de incertidumbre significativas sobre el escenario central de estas proyecciones proceden del ámbito nacional y tienen que ver con posibles efectos de segunda vuelta sobre la inflación y con el despliegue de los fondos NGEU. Por un lado, un aumento de los salarios o de los márgenes empresariales mayor que el anticipado implicaría una senda de inflación más elevada que la contemplada en el escenario central de estas proyecciones. Aunque el ritmo de moderación de la inflación y la evolución de los márgenes y los salarios que se están observando por el momento 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 el dinamismo de la remuneración por asalariado está siendo mayor que el correspondiente a los salarios pactados en convenio y el mercado de trabajo está mostrando un notable grado de tensionamiento¹³. En este sentido, el hecho de que, en los últimos meses, la senda de moderación de la inflación subyacente en España haya sido algo menos acusada de lo anticipado obliga a ser cautelosos antes de dar por doblgado el actual episodio inflacionista. Por otro lado, subsisten las dudas en cuanto al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU y a su impacto sobre la actividad. En este sentido, como ya se ha mencionado, en los últimos trimestres la inversión ha sorprendido a la baja en nuestro país. Si esta debilidad se prolongase en el tiempo más allá de lo esperado, esto presionaría a la baja la actividad y la inflación a lo largo del horizonte de proyección.

Finalmente, la reactivación de las reglas fiscales a escala europea —suspendidas desde el inicio de la pandemia— introduce un riesgo notable sobre el escenario central de las actuales proyecciones. El cumplimiento de dichas reglas requerirá el diseño y la implementación de un plan de consolidación fiscal a medio plazo que permita una corrección del déficit público estructural más acusada que la contemplada en estas proyecciones. Si bien el impacto económico de dicho plan de ajuste es incierto —y dependerá críticamente de cómo esté diseñado—, su implementación acarrearía, previsiblemente, un menor grado de dinamismo de la actividad a lo largo del horizonte de proyección que el contemplado en este ejercicio de previsiones.

13 Ghomi, Hurtado y Montero (2024).