

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

## Índice

### EDITORIAL 4

### INFORME 9

#### Contexto global

- 1 La actividad económica mundial mostró un crecimiento robusto en el segundo trimestre, que se espera se mantenga en la segunda mitad del año, a pesar de evidenciar algunos síntomas de debilidad 9
- 2 En los últimos meses ha continuado el proceso de desinflación a escala global, que sigue viéndose limitado por la persistencia de las presiones inflacionistas en los servicios 10
- 3 Los mercados financieros descuentan ahora, en Estados Unidos y en el área del euro, mayores recortes de los tipos de interés oficiales que hace unos meses 11
- 4 Las rentabilidades a largo plazo de los bonos se han reducido y los mercados bursátiles se han estabilizado tras el episodio de inestabilidad financiera registrado a principios de agosto 12

#### Contexto económico de la UEM

- 5 En el área del euro, el ritmo de avance de la actividad se está moderando 13
- 6 El proceso de desinflación gradual en el área del euro evoluciona, en términos generales, en línea con lo previsto 14
- 7 El Banco Central Europeo ha continuado reduciendo el grado de restricción de su política monetaria 15

#### Economía española

- 8 En España, el dinamismo de la actividad económica volvió a sorprender al alza en el segundo trimestre, debido a la fortaleza de la demanda exterior neta 16

- 9 La información coyuntural más reciente sugiere que la actividad económica española mantendría un ritmo de expansión robusto en el tercer trimestre, si bien algo menor que el observado en trimestres precedentes 17
- 10 La creación de empleo se habría ralentizado en el tercer trimestre, tras el elevado dinamismo mostrado en la primera mitad del año 18
- 11 Los flujos de financiación al sector privado han mostrado cierta mejoría, en un contexto de leve reducción de los tipos de interés 19
- 12 El consumo privado podría prolongar su senda de recuperación en el tercer trimestre 20
- 13 Se espera que la inversión experimente una cierta desaceleración 21
- 14 Tras la elevada contribución del sector exterior al crecimiento del PIB en el segundo trimestre, su aportación se moderaría en el trimestre en curso 22
- 15 Los ingresos y gastos públicos continuaron creciendo a un ritmo robusto en el segundo trimestre 23
- 16 La inflación general ha continuado moderándose, reflejando la desaceleración de los precios energéticos y alimenticios, mientras que la subyacente mantiene una mayor persistencia 24
- 17 Los costes laborales unitarios se desaceleraron en el segundo trimestre, lo que refleja tanto una moderación de la remuneración por asalariado como un mejor comportamiento de la productividad 25
- 18 Los márgenes empresariales se mantienen relativamente estables en torno a los niveles observados antes de la pandemia, si bien existen diferencias notables entre sectores 26

### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2024-2026) 28

## EDITORIAL

## Editorial

**En los últimos meses, la actividad económica mundial habría mantenido un ritmo de expansión robusto —similar al registrado en el segundo trimestre—, en un contexto en el que la inflación ha prolongado su senda de desaceleración y en el que han empezado a apreciarse indicios de relajación en el tensionamiento de los mercados laborales de las principales economías avanzadas.** Tras estas dinámicas, relativamente generalizadas, subyacen, no obstante, algunas divergencias relevantes. En primer lugar, la fortaleza de la actividad económica global sigue estando sustentada por el vigor que exhiben los servicios, mientras que las manufacturas, que a finales de 2023 y principios de 2024 parecían iniciar un proceso de recuperación gradual, vuelven a mostrar evidentes síntomas de debilidad. En segundo lugar, se aprecian notables diferencias en el grado de dinamismo que la actividad económica presenta en varias de las principales economías mundiales. En particular, incluso después de algunas sorpresas negativas recientes —coherentes con una cierta ralentización del ritmo de crecimiento—, el ímpetu de la actividad económica sigue siendo notable en Estados Unidos. En cambio, el comportamiento de la actividad en el área del euro y en China, que sorprendió a la baja en el segundo trimestre, no parece que pueda experimentar una mejora significativa en la segunda mitad del año de acuerdo con los indicadores coyunturales disponibles. En tercer lugar, en relación con la inflación, su desaceleración gradual en los últimos meses se ha visto favorecida, en términos generales, por las sorpresas a la baja que se han producido en la evolución de los precios de la energía —singularmente del petróleo— y de los alimentos. No obstante, la inflación subyacente y, especialmente, la de los servicios siguen evidenciando una mayor resistencia a la baja de la anticipada. Todo ello a pesar de que comienzan a observarse signos de una incipiente relajación en el tensionamiento de los mercados de trabajo —por ejemplo, en Estados Unidos y en el área del euro—, que se han reflejado en una moderación de los ritmos de creación de empleo y en los aumentos salariales.

**En este escenario —compatible con un cierto aterrizaje suave de la economía global tras el extraordinario episodio inflacionista vivido en los últimos años—, los principales bancos centrales mundiales están empezando a reducir el tono restrictivo de su política monetaria y los mercados financieros han revisado significativamente a la baja sus expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés.** En efecto, en los últimos meses los bancos centrales de algunas economías desarrolladas —entre ellos, el Banco Central Europeo (BCE), el Banco de Inglaterra y el Banco de Canadá— han comenzado a disminuir el grado de restricción monetaria y han reducido sus tipos de interés oficiales, un proceso que ya se había iniciado unos trimestres antes en el caso de las economías emergentes. De acuerdo con los mensajes trasladados en las últimas fechas por distintos miembros de la Reserva Federal, es probable que esta senda de relajación monetaria también se emprenda en Estados Unidos este mismo mes de septiembre. En este contexto, y a la luz también de las dinámicas macrofinancieras más recientes, los mercados financieros descuentan ahora en las principales

economías desarrolladas unos tipos de interés oficiales a futuro sensiblemente menores que los contemplados en junio<sup>1</sup>, especialmente en Estados Unidos. Este ajuste, relativamente abrupto, en las expectativas de los mercados se ha traducido en algunos movimientos significativos en los tipos de cambio bilaterales —entre los que destaca la apreciación del euro frente al dólar estadounidense—, pero ha ocasionado, además, episodios de inestabilidad y volatilidad en los mercados financieros internacionales. En particular, cabe resaltar el episodio de acusada volatilidad que tuvo lugar a principios de agosto, vinculado, entre otros factores, a un aumento no anticipado de los tipos de interés oficiales en Japón y a la debilidad mostrada por determinados datos de empleo publicados en Estados Unidos. A pesar de que este episodio de inestabilidad se dispó de forma relativamente rápida e inocua, evidenció en qué medida, en una coyuntura en la que las valoraciones de los activos financieros en muchos segmentos del mercado son muy elevadas, estas presentan una considerable sensibilidad a cambios inesperados en el entorno macrofinanciero o geopolítico.

**De cara a los próximos trimestres, las previsiones del consenso de los analistas no anticipan cambios apreciables en el ritmo de expansión de la actividad económica global o en la senda de desaceleración de la inflación.** Estas perspectivas para la economía mundial, que naturalmente se encuentran muy condicionadas por la evolución futura de las diversas fuentes de incertidumbre de naturaleza geopolítica presentes en la actualidad, son válidas también para el área del euro. En concreto, el ejercicio de proyecciones de septiembre del BCE mantiene, como escenario central, una senda de recuperación gradual de la actividad apoyada, principalmente, en el dinamismo de la demanda interna. En cualquier caso, a la luz de las sorpresas negativas que se han observado recientemente —por ramas de actividad: en las manufacturas; por componentes de la demanda: en el consumo de los hogares y en la inversión; por países: en Alemania—, las tasas de crecimiento del PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en cada uno de los años del horizonte de proyección se revisan a la baja en una décima, hasta el 0,8 % en 2024, el 1,3 % en 2025 y el 1,5 % en 2026. Respecto a las perspectivas de inflación para el conjunto del área del euro, estas apenas experimentan cambios —salvo por una ligera revisión al alza, de una décima, en la tasa de inflación subyacente de 2024 y 2025— y siguen siendo compatibles con una moderación paulatina de las presiones inflacionistas, de forma que la inflación general alcanzaría la tasa objetivo del 2 % en el tramo final de 2025.

**En España, el ritmo de crecimiento del PIB volvió a sorprender al alza en el segundo trimestre —un 0,8 %, como en el trimestre precedente— y los indicadores coyunturales más recientes sugieren que la actividad económica seguiría manteniendo durante el tercer trimestre un considerable vigor, si bien algo menor —en torno al 0,6 %— que el registrado en la primera mitad del año.** La notable fortaleza que la economía española ha venido exhibiendo en los últimos trimestres —tanto en comparación con la UEM como en relación con nuestra propia capacidad de crecimiento potencial— respondería, al menos en parte, a una combinación de factores diversos. Entre otros, habría que señalar el aumento de la población —vía flujos migratorios—, la relativa resiliencia de las manufacturas españolas comparadas con las de otros

---

<sup>1</sup> Cabe destacar la excepción de Japón, donde las expectativas sobre la evolución futura de los tipos de interés se han revisado al alza tras la decisión del Banco de Japón en julio de aumentar sus tipos de interés oficiales, de forma inesperada, hasta el 0,25 %.

países de nuestro entorno y, sobre todo, la elevada aportación de la demanda exterior neta al avance del producto. Esta última reflejaría, entre otros factores, el escaso vigor que han venido mostrando las importaciones, el avance continuo que han experimentado las exportaciones de servicios no turísticos y, especialmente, el extraordinario dinamismo que mantienen las exportaciones de turismo —favorecidas por un proceso de creciente diversificación geográfica y estacional de los flujos de turistas internacionales hacia España—. En cualquier caso, es importante reseñar que, a pesar de estas dinámicas favorables, el comportamiento en la primera mitad del año del consumo de las familias y de la inversión sorprendió a la baja, de forma que estas rúbricas de la demanda —pilares fundamentales para un crecimiento robusto y sostenible— siguieron mostrando ritmos de avance relativamente modestos. Esto podría condicionar la capacidad de la economía española para mantener en los próximos trimestres el elevado dinamismo reciente, sobre todo teniendo en cuenta que, tal como apuntan algunos indicadores, la contribución del sector exterior al crecimiento podría moderarse en el futuro.

**En comparación con las proyecciones de junio, en las actuales el crecimiento del PIB se revisa al alza a lo largo de todo el horizonte de proyección —hasta el 2,8% en 2024, el 2,2% en 2025 y el 1,9% en 2026—, mientras que no se incorporan cambios sustantivos en la senda de moderación gradual que habría de seguir la inflación.** El principal factor que explica la revisión al alza de la tasa de crecimiento del producto en 2024 —de 0,5 puntos porcentuales (pp)— es el efecto arrastre positivo que resulta de los nuevos datos de la Contabilidad Nacional Trimestral publicados por el Instituto Nacional de Estadística a finales de julio. Además, las nuevas proyecciones también contemplan unas perspectivas algo menos favorables para las importaciones y más positivas para el sector turístico, lo que conlleva una mayor aportación —si bien decreciente— de la demanda exterior neta al avance del PIB tanto en la segunda mitad de 2024 como en el bienio 2025-2026. En esos dos últimos años, el dinamismo de la actividad también se vería favorecido por unos tipos de interés que los mercados financieros internacionales esperan que se encuentren sensiblemente por debajo de los anticipados en junio. En lo referente a las previsiones de inflación, las diferencias con respecto a las presentadas en junio son relativamente menores y reflejan, en su mayor parte, las sorpresas observadas recientemente en los precios de la energía y de los alimentos —a la baja— y en la inflación de los servicios —al alza—, así como diversos ajustes derivados de la prolongación —aprobada por el Gobierno a finales de junio— de la reducción del IVA de los alimentos esenciales y de la incorporación del aceite de oliva a este grupo. Por todo ello, la tasa de inflación general se revisa ligeramente a la baja en 2024 —en 0,1 pp, hasta el 2,9%— y al alza en 2025 —en 0,1 pp, hasta el 2,1%—, mientras que la prevista para 2026 no experimenta cambios con respecto a la contemplada en el ejercicio de proyecciones de junio y permanece en el 1,8%.

**Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados en relación con la inflación.** A nivel global, la principal fuente de riesgo continúan siendo las elevadas tensiones geopolíticas actuales. Otra fuente significativa de incertidumbre tiene que ver con la posibilidad de que se produzcan correcciones bruscas en el valor de los activos financieros en los mercados de capital internacionales, como las acontecidas —si bien de forma transitoria— a principios de agosto. Por otro lado, si bien es pronto para dar por doblegado el actual episodio inflacionista —especialmente

a la luz de la resistencia a la baja que aún presenta la inflación de los servicios—, cabe señalar que la última información disponible proporciona un cierto alivio ante los riesgos al alza que, en los últimos trimestres, han caracterizado la senda de inflación prevista, especialmente en el caso español. Ello responde, principalmente, a las sorpresas registradas en la primera mitad del año en lo referente al dinamismo de la productividad —mayor del esperado— y de la remuneración por asalariado —menor del previsto—, que han redundado en una apreciable moderación del aumento de los costes laborales unitarios. A escala nacional, sigue existiendo una notable incertidumbre acerca del comportamiento futuro del consumo de los hogares y de la inversión empresarial. La evolución de estas rúbricas ha sorprendido a la baja en los últimos trimestres, pero de cara al futuro aún podrían contar con algunas palancas importantes de apoyo —como, por ejemplo, las elevadas tasas de ahorro o el despliegue progresivo de los proyectos asociados al programa *Next Generation EU* (NGEU)—. Por otra parte, en el ámbito fiscal, como en anteriores ejercicios de proyecciones, el actual no incorpora una senda de ajuste presupuestario compatible con el cumplimiento de las nuevas reglas fiscales europeas. El diseño y la ejecución de dicho plan constituirían un resorte fundamental para reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas y la confianza de los agentes económicos en nuestra economía, si bien en el corto plazo previsiblemente implicarían un menor grado de dinamismo de la actividad que el proyectado. La importancia de acometer dicho plan de ajuste sin demora y de forma transparente ha sido destacada en la última **declaración de política monetaria** del BCE, acordada por el Consejo de Gobierno en su reunión de septiembre<sup>2</sup>.

Esquema 1

|           | 2024                     | 2025                     | 2026                     |
|-----------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| PIB       | <b>2,8 %</b><br>↑ 0,5 pp | <b>2,2 %</b><br>↑ 0,3 pp | <b>1,9 %</b><br>↑ 0,2 pp |
| Inflación | <b>2,9 %</b><br>↓ 0,1 pp | <b>2,1 %</b><br>↑ 0,1 pp | <b>1,8 %</b><br>=        |

FUENTE: Banco de España.

<sup>2</sup> En particular, la declaración destaca que «aplicar de forma plena, transparente y sin demora el marco de gobernanza económica revisado de la UE debería ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida. Los Gobiernos deberían dar ahora pasos decididos en esa dirección en sus planes fiscales y estructurales a medio plazo».

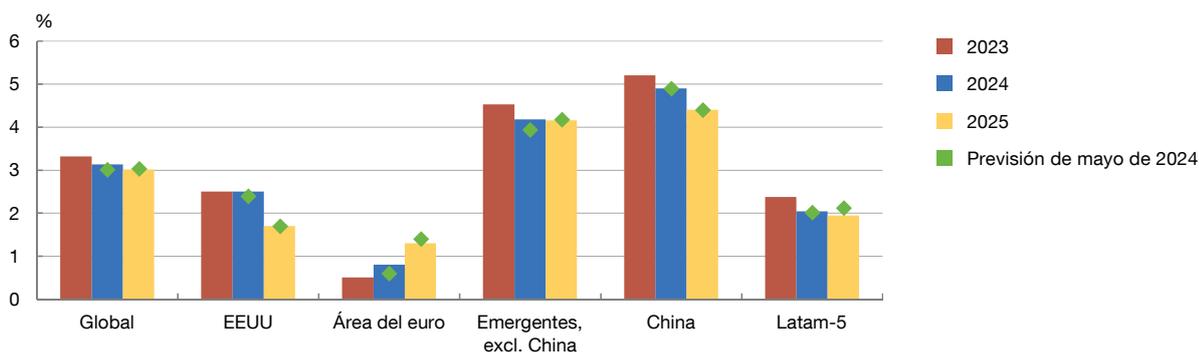
## INFORME

# 1 La actividad económica mundial mostró un crecimiento robusto en el segundo trimestre, que se espera se mantenga en la segunda mitad del año, a pesar de evidenciar algunos síntomas de debilidad

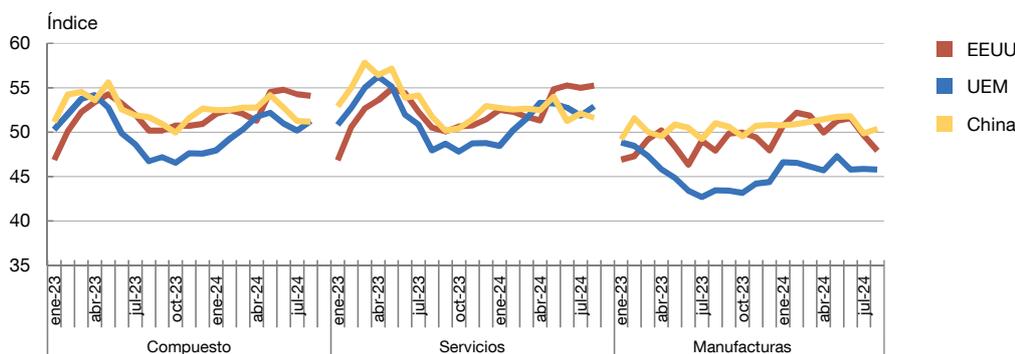
- La actividad económica global avanzó un 0,7 % en el segundo trimestre (frente al 1,1 % del trimestre previo), si bien con notables diferencias entre las principales economías mundiales. Así, mientras que el crecimiento del PIB se aceleró en Estados Unidos (un 0,7 %, frente a un 0,4 % en el trimestre previo) y sorprendió al alza, en el **área del euro** este registró un avance del 0,2 %, por debajo del esperado y del observado en el primer trimestre. Entre las economías emergentes, destacó la desaceleración del crecimiento en China y en América Latina, hasta tasas de avance intertrimestrales del 1 % y el 0,2 %, respectivamente.
- Con todo, las previsiones de crecimiento a nivel global para 2024-2025 no han sufrido variaciones significativas en los últimos meses (véase gráfico 1.a) y los indicadores coyunturales más recientes apuntan a que el dinamismo de la actividad en los próximos trimestres sería similar al que se ha registrado en el segundo. Ello a pesar de que se perciben nuevos síntomas de debilidad en las manufacturas de manera muy generalizada entre las principales economías mundiales (véase gráfico 1.b).

Gráfico 1

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



## 1.b Evolución de los PMI



FUENTES: S&P Global y Consensus Economics.

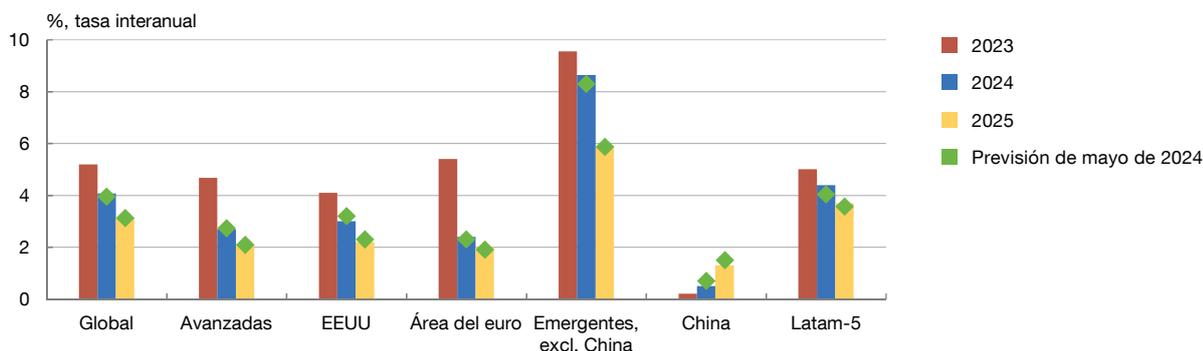
a Se comparan las previsiones de agosto de 2024, en barras, con las previsiones de mayo, reflejadas con un rombo. Se incluyen en «Emergentes, excl. China»: India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; en «Latam-5»: México, Colombia, Perú,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

## 2 En los últimos meses ha continuado el proceso de desinflación a escala global, que sigue viéndose limitado por la persistencia de las presiones inflacionistas en los servicios

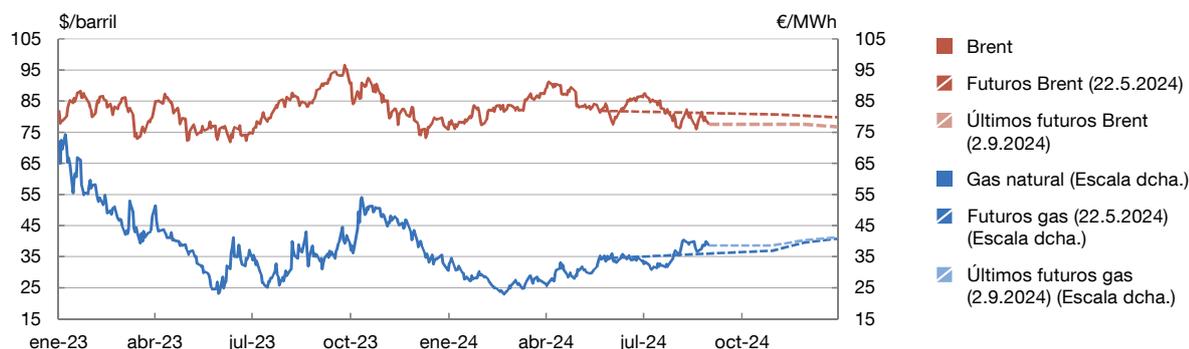
- La tasa de inflación en Estados Unidos pasó del 3 % en junio al 2,5 % en agosto, mientras que en el área del euro esta se redujo desde el 2,6 % hasta el 2,2 %. En ambas regiones este proceso de moderación gradual de la inflación se está viendo condicionado por una persistencia —mayor de la esperada— de la inflación de los servicios, que aún se mantiene en el 4,6 % y en el 3,5 %, respectivamente. La tasa de inflación en China permanece por debajo del 1 %, mientras que la subyacente se sitúa, en línea con la debilidad que presenta la demanda interna, en el 0,4 %.
- Las expectativas de inflación a corto plazo han mostrado una corrección a la baja en los últimos meses, sobre todo en Estados Unidos, y son coherentes con la continuación de dicho proceso desinflacionario (véase gráfico 2.a). Cabe destacar, no obstante, el repunte de estas expectativas en América Latina derivado del aumento reciente del precio de la energía, lo que podría condicionar el mantenimiento del ciclo de relajación monetaria en la región.
- En cualquier caso, la evolución futura de la inflación a escala global dependerá, entre otros factores, del comportamiento de los precios de la energía, que han manifestado una considerable volatilidad en los últimos meses (véase gráfico 2.b).

Gráfico 2

### 2.a Previsiones de inflación de Consensus (a)



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



FUENTES: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

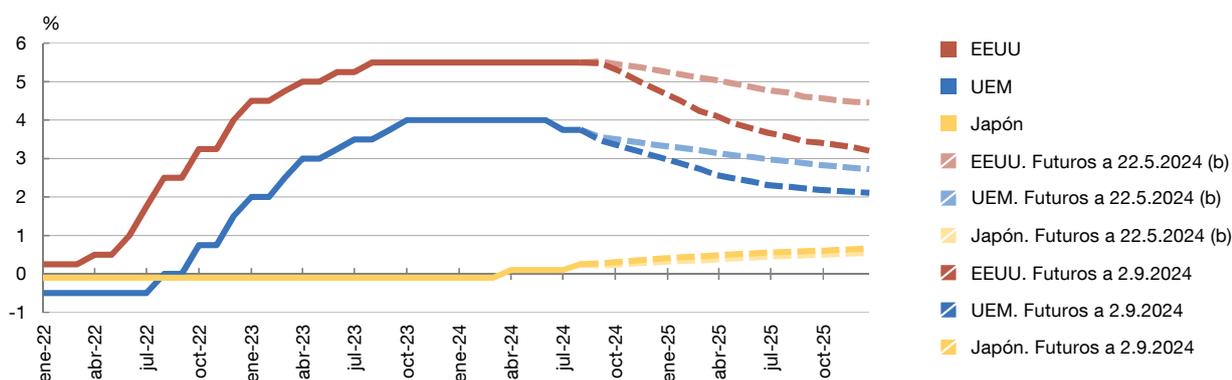
a Se comparan las previsiones de agosto de 2024, en barras, con las previsiones de mayo, reflejadas con un rombo. Se incluyen en «Emergentes, excl. China»: India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; en «Latam-5»: México, Colombia, Perú,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

### 3 Los mercados financieros descuentan ahora, en Estados Unidos y en el área del euro, mayores recortes de los tipos de interés oficiales que hace unos meses

- En los últimos meses, algunas de las principales economías avanzadas, como Canadá (en junio, julio y septiembre), el área del euro (en junio y **septiembre**) y el Reino Unido (en agosto), han llevado a cabo sus primeros recortes de los tipos de interés oficiales desde 2020. En cambio, en agosto, el Banco de Japón elevó los tipos de interés oficiales hasta el 0,25% de forma inesperada, lo que produjo algunas **tensiones en los mercados financieros internacionales**. Por su parte, en el período más reciente, en las economías emergentes, salvo en la mayor parte de Asia, ha continuado el proceso de relajación de la política monetaria, si bien a un ritmo menor que en trimestres previos.
- Respecto a hace tres meses, los mercados de futuros descuentan ahora mayores recortes en los tipos de interés oficiales en Estados Unidos y el área del euro (véase gráfico 3.a). Esto responde, principalmente, a unas perspectivas —por parte de los inversores— más favorables en cuanto a la **evolución futura de la inflación** y a las sorpresas a la baja que se han observado en algunos indicadores macroeconómicos recientes (véase gráfico 3.b) —especialmente, en los datos de empleo de Estados Unidos de julio y agosto—.

Gráfico 3

#### 3.a Tipos de interés oficiales observados y futuros (a)



#### 3.b Indicador de sorpresas macroeconómicas (c)



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

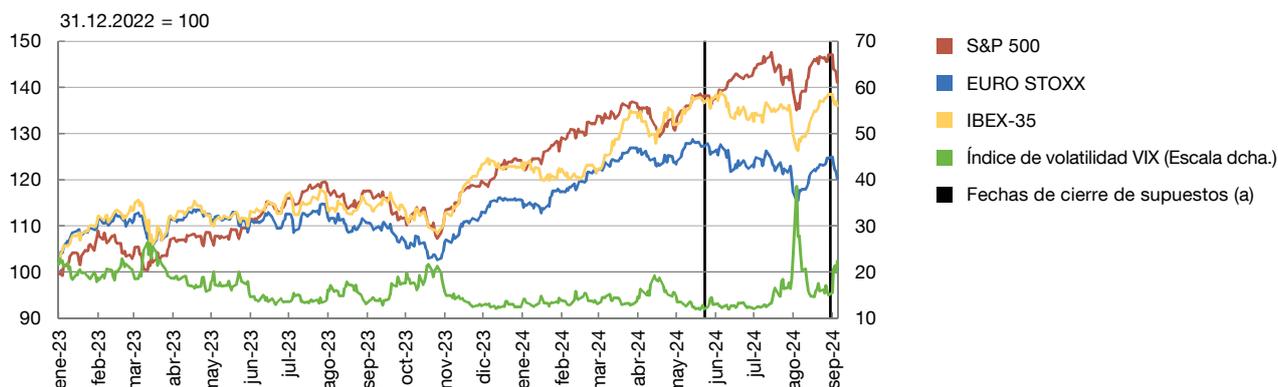
- Tipos de interés descontados por los respectivos mercados de futuros (futuros sobre el tipo de interés de la Reserva Federal en cada mes, futuros sobre el tipo de interés *overnight* del área del euro, futuros sobre el tipo de interés *overnight* de Japón).
- El 22 de mayo es la fecha de cierre de datos del ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio de 2024.
- Indicador de sorpresas de Citigroup, calculado como la diferencia entre el dato esperado y el publicado. Media mensual para los indicadores de actividad.

#### 4 Las rentabilidades a largo plazo de los bonos se han reducido y los mercados bursátiles se han estabilizado tras el episodio de inestabilidad financiera registrado a principios de agosto

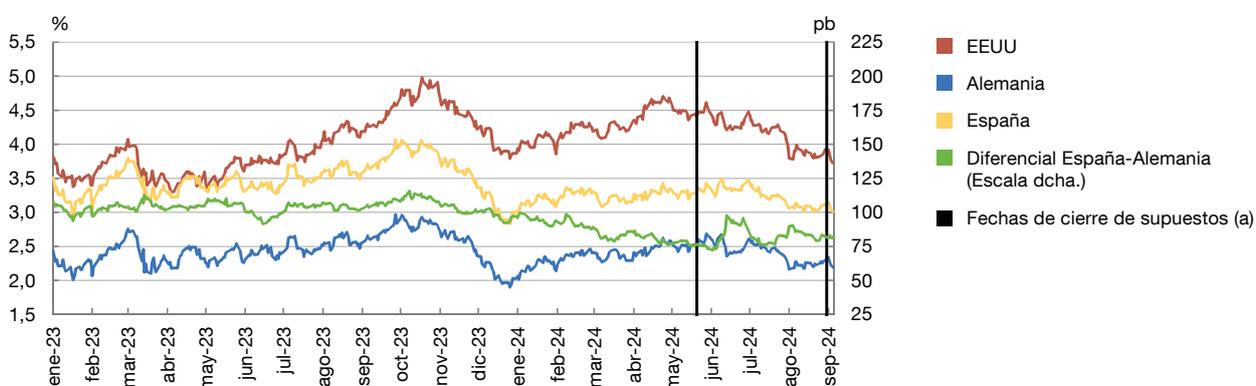
- Los mercados financieros internacionales experimentaron a principios de agosto un episodio transitorio de fuerte volatilidad asociado, principalmente, a la debilidad mostrada por algunos datos de empleo en Estados Unidos y al aumento inesperado de los tipos de interés oficiales en Japón. Los descensos acusados en las cotizaciones bursátiles a nivel global (véase gráfico 4.a) también reflejaron algunos factores técnicos, como el cierre de operaciones *carry trade* en yenes y el bajo volumen de negociación habitual en agosto.
- Aunque este episodio fue breve y los índices bursátiles se recuperaron de forma rápida, persiste una situación de mayor volatilidad y elevada sensibilidad a la nueva información macroeconómica. Por otra parte, las **perspectivas de una política monetaria más acomodaticia** en el área del euro y, especialmente, en Estados Unidos han prevalecido y reducido las rentabilidades a largo plazo en los mercados de deuda, en un contexto de variaciones acumuladas poco significativas en las primas de riesgo soberanas (véase gráfico 4.b).
- En cuanto a los mercados cambiarios, tanto el dólar como el euro han mostrado una notable depreciación frente al yen durante el trimestre en curso, si bien el euro se ha fortalecido frente al dólar y apenas ha registrado cambios en términos efectivos nominales.

Gráfico 4

##### 4.a Evolución de las bolsas



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



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

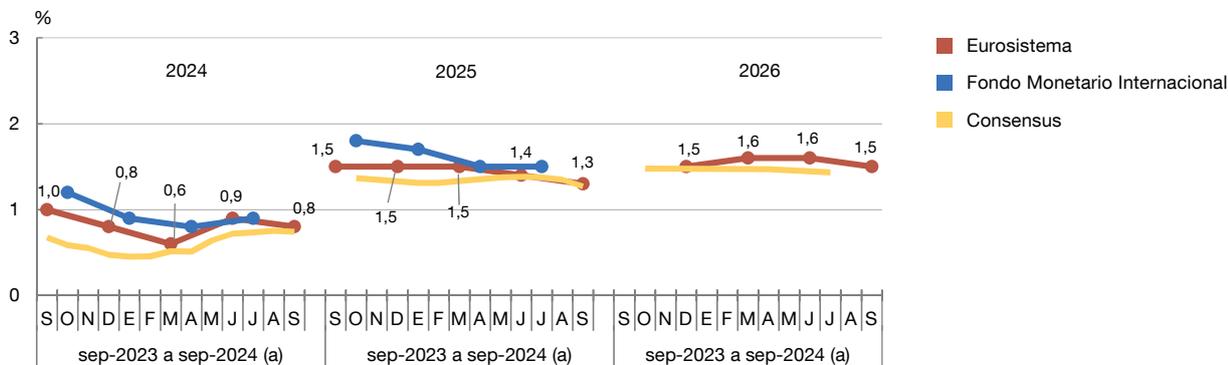
a Referidas al ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio (22 de mayo) y de septiembre (2 de septiembre).

## 5 En el área del euro, el ritmo de avance de la actividad se está moderando

- Según Eurostat, la tasa de crecimiento del PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en el segundo trimestre se situó en el 0,2 %, una décima inferior a la observada en el primer trimestre y dos décimas por debajo de la prevista en las proyecciones del Eurosistema de junio. Por componentes, destacó el dinamismo del sector exterior, frente a la debilidad que presentaron tanto el consumo de los hogares como la inversión del sector privado. Entre las principales economías, Alemania sorprendió a la baja y experimentó una contracción del PIB del -0,1 %, mientras que **España** mostró el crecimiento más robusto (0,8 %).
- Los indicadores coyunturales más recientes —entre otros, los índices de gestores de compras (PMI, por sus siglas en inglés)— apuntan a que la actividad económica en la eurozona mantendría, en la segunda mitad del año, un ritmo de avance similar al del segundo trimestre. Como en trimestres precedentes, este crecimiento se vería favorecido por el dinamismo del sector servicios, en contraposición con la persistente debilidad que evidencian las manufacturas.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones del Banco Central Europeo (BCE) de septiembre rebaja ligeramente, con respecto al ejercicio de junio, la senda de crecimiento del PIB durante todo el horizonte de previsión. No obstante, se sigue proyectando una recuperación suave de la actividad, impulsada por el paulatino fortalecimiento de la renta real, la resiliencia del mercado laboral y la disipación gradual del impacto de las anteriores subidas de tipos de interés. En particular, se espera que el PIB crezca un 0,8 % en 2024, acelerándose posteriormente hasta alcanzar tasas del 1,3 % y del 1,5 % en 2025 y 2026, respectivamente (véase gráfico 5.a).

Gráfico 5

5.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Consensus Economics y Eurosistema.

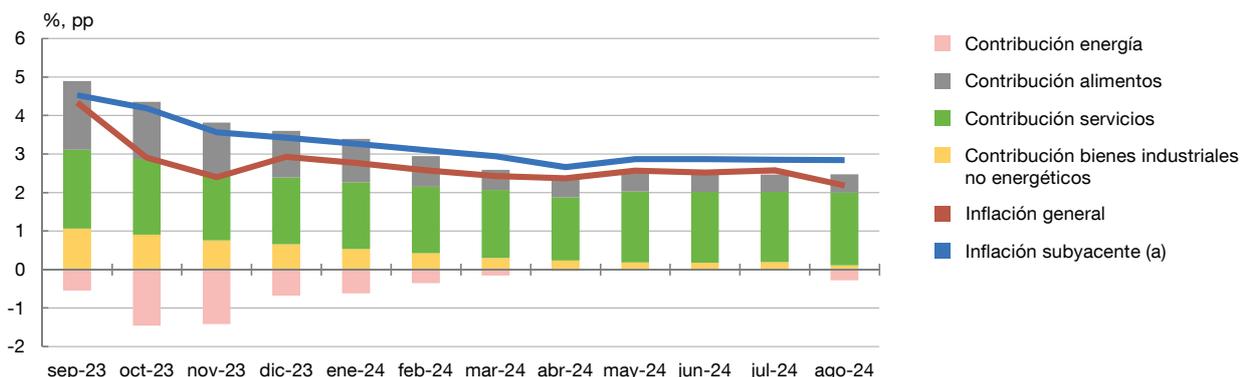
a Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

## 6 El proceso de desinflación gradual en el área del euro evoluciona, en términos generales, en línea con lo previsto

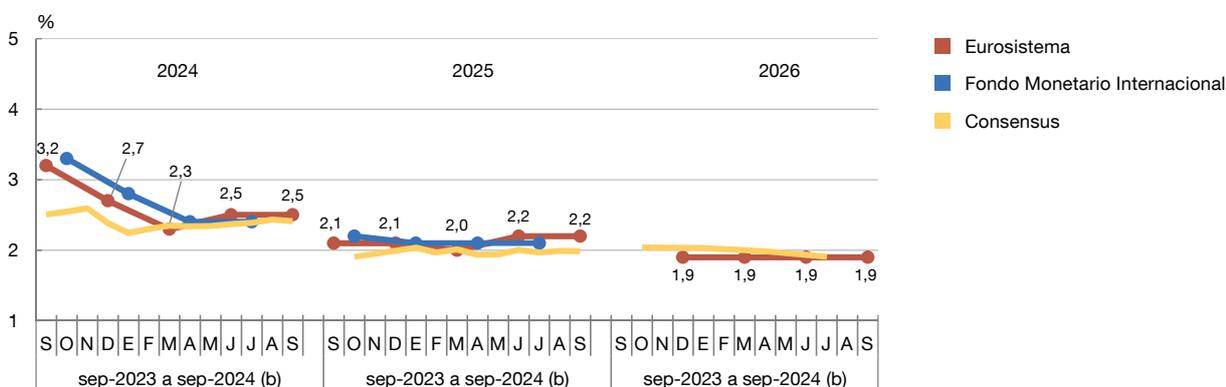
- En agosto, la tasa de inflación general de la UEM se redujo en cuatro décimas, hasta el 2,2 %, tras el leve repunte observado en julio, mientras que la inflación subyacente descendió una décima, hasta el 2,8 % (véase gráfico 6.a).
- Por componentes, continúa destacando la persistencia de la inflación de los servicios, que se ha mantenido por encima de los valores previstos en los últimos meses. En cambio, los precios de la energía, más volátiles, han sorprendido recientemente a la baja y las presiones inflacionistas en los alimentos y, en especial, en los bienes industriales no energéticos han seguido moderándose o son ya relativamente limitadas.
- El ejercicio de proyecciones del BCE de septiembre mantiene prácticamente inalterada la senda de inflación prevista en junio. En concreto, se prevé que la inflación general se sitúe, en promedio anual, en el 2,5 % en 2024, para moderarse posteriormente hasta el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 (véase gráfico 6.b). Esta evolución sería coherente con un ligero aumento de las tasas de inflación durante el último trimestre de este año —que respondería, principalmente, a efectos base— y con la convergencia hacia tasas cercanas al objetivo del 2 % en los meses finales de 2025.

Gráfico 6

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



6.b UEM. Previsiones de inflación



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Consensus Economics, Eurosistema y Eurostat.

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

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

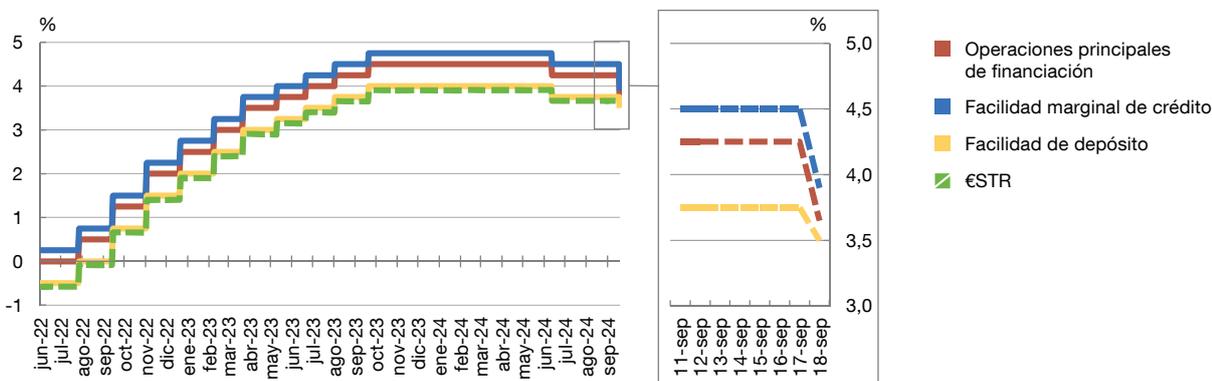


## 7 El Banco Central Europeo ha continuado reduciendo el grado de restricción de su política monetaria

- En septiembre, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE ha dado un paso más en la moderación del grado de restricción de su política monetaria y ha decidido reducir el tipo de interés de la facilidad de depósitos en 25 puntos básicos (pb), situándolo en el 3,5 % (véase gráfico 7.a). El nivel de este tipo de interés es el que actualmente determina la orientación de la política monetaria en el área del euro<sup>1</sup>.
- La decisión se ha basado en la evaluación actualizada del CG. En particular, los datos de inflación recientes se han mostrado, en conjunto, acordes con lo esperado y las últimas proyecciones de los expertos del BCE han confirmado las anteriores perspectivas de inflación. Además, a pesar de la persistencia de la inflación doméstica, las presiones sobre los costes laborales se están moderando y los beneficios están amortiguando parcialmente el impacto de las subidas salariales sobre la inflación. Las condiciones de financiación también se mantienen restrictivas, mientras que la actividad económica permanece contenida.
- Por otra parte, a partir del 18 de septiembre el diferencial entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y el de la facilidad de depósitos se reducirá hasta los 15 pb, desde los 50 pb actuales. Este cambio en el marco operativo fue anunciado en **marzo de 2024** y su objetivo es limitar la volatilidad de los tipos de interés en el mercado monetario, sin que ello tenga implicaciones sobre la orientación de la política monetaria.
- De cara al futuro, el CG mantendrá su enfoque dependiente de los datos, tomando en cada reunión las decisiones relativas al nivel de restricción y a la duración de esta que resulten apropiados y sin comprometerse de antemano con ninguna senda de tipos de interés concreta.

Gráfico 7

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



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 11 de septiembre de 2024.

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



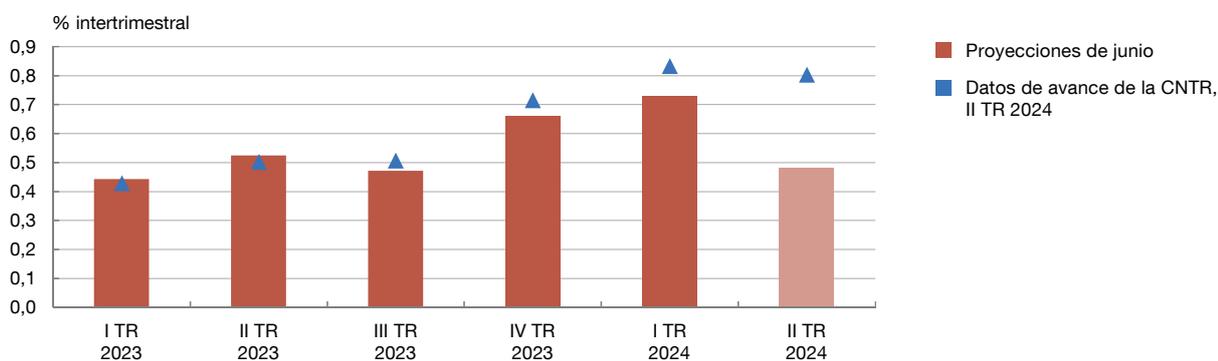
<sup>1</sup> Véase la entrada en el Blog del Banco de España “¿Cuál es el tipo de interés del BCE relevante para mi crédito o hipoteca?”, publicada el 25 de octubre de 2023.

## 8 En España, el dinamismo de la actividad económica volvió a sorprender al alza en el segundo trimestre, debido a la fortaleza de la demanda exterior neta

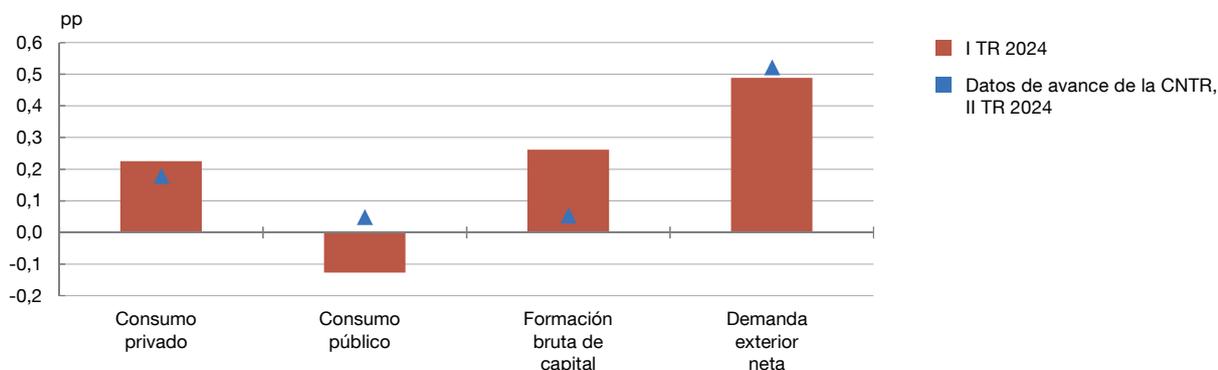
- De acuerdo con los datos de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el crecimiento del PIB se situó en el 0,8 % en el segundo trimestre, manteniendo la tasa del primero y superando en 0,3 puntos porcentuales (pp) la prevista en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio](#) (véase gráfico 8.a).
- Este crecimiento descansó, principalmente, en la fortaleza de la demanda exterior neta (véase gráfico 8.b), que mantuvo una contribución de 0,5 pp al avance del PIB, con sorpresas positivas en las exportaciones de servicios y negativas en las importaciones de servicios turísticos.
- Entre los componentes de la demanda nacional, el consumo privado y la formación bruta de capital sorprendieron a la baja y se desaceleraron con respecto al primer trimestre, mientras que la inversión en vivienda y el consumo público presentaron un comportamiento algo más expansivo.
- Desde la óptica de la oferta, todas las ramas productivas, salvo agricultura y pesca y las actividades inmobiliarias, registraron tasas de crecimiento positivas, si bien la actividad de la industria y la de la construcción se desaceleraron con respecto al primer trimestre. En cambio, la de los servicios mostró un mayor dinamismo, especialmente la relacionada con el comercio y la hostelería y con las actividades recreativas y artísticas.

Gráfico 8

### 8.a Evolución del PIB en España



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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

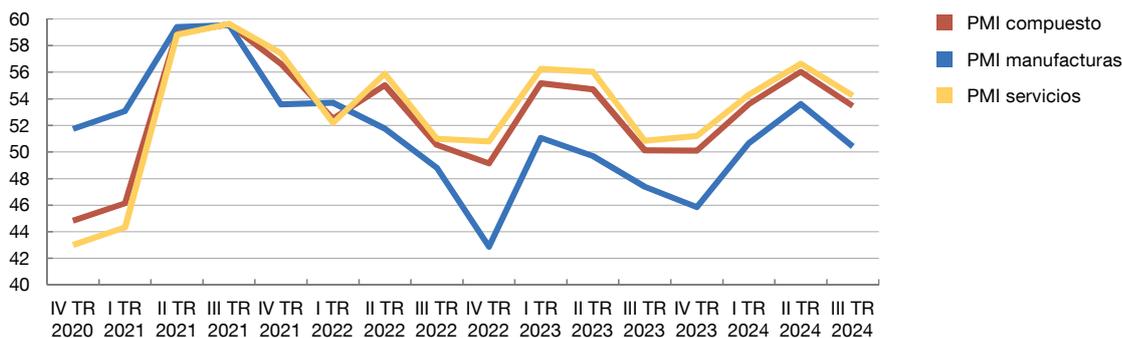


## 9 La información coyuntural más reciente sugiere que la actividad económica española mantendría un ritmo de expansión robusto en el tercer trimestre, si bien algo menor que el observado en trimestres precedentes

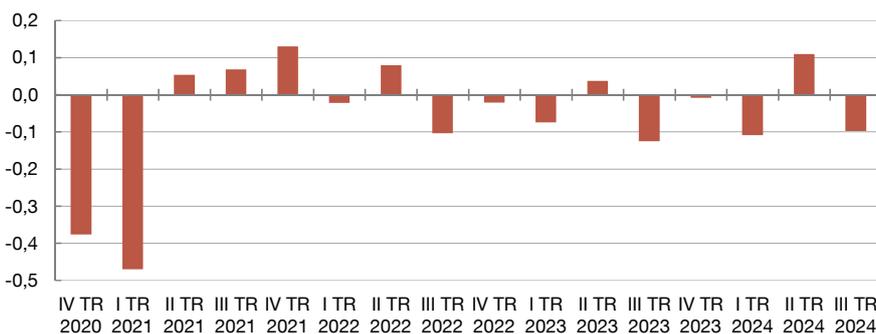
- De acuerdo con los distintos indicadores disponibles, que ofrecen información parcial y aún incompleta sobre el comportamiento de la actividad en el tercer trimestre del año, el ritmo de avance del PIB en este período podría situarse en el 0,6 % intertrimestral, si bien la incertidumbre en torno a dicha estimación es significativa<sup>2</sup>.
- Entre los indicadores coherentes con un menor dinamismo de la actividad en el tercer trimestre destacan los de **empleo** y los de confianza. En relación con estos últimos, los PMI presentaron, en el promedio de julio y agosto, niveles inferiores a los registrados en el trimestre anterior (véase gráfico 9.a) tanto en las manufacturas como en los servicios.
- Los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) apuntan también en esta dirección<sup>3</sup> y sugieren que la facturación de las empresas españolas se habría debilitado ligeramente entre julio y septiembre (véase gráfico 9.b).

Gráfico 9

### 9.a Evolución de los PMI (a)



### 9.b Evolución trimestral de la facturación de la EBAE (b)



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

a El dato del PMI del tercer trimestre de 2024 es el promedio de los meses de julio y agosto.

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



<sup>2</sup> Para más detalles, véanse las [Proyecciones](#) de este Informe.

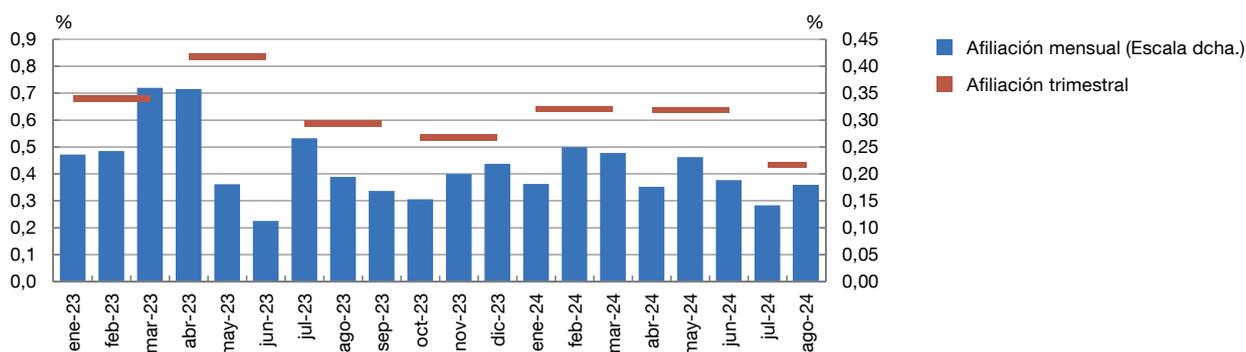
<sup>3</sup> [Fernández e Izquierdo \(2024\)](#).

## 10 La creación de empleo se habría ralentizado en el tercer trimestre, tras el elevado dinamismo mostrado en la primera mitad del año

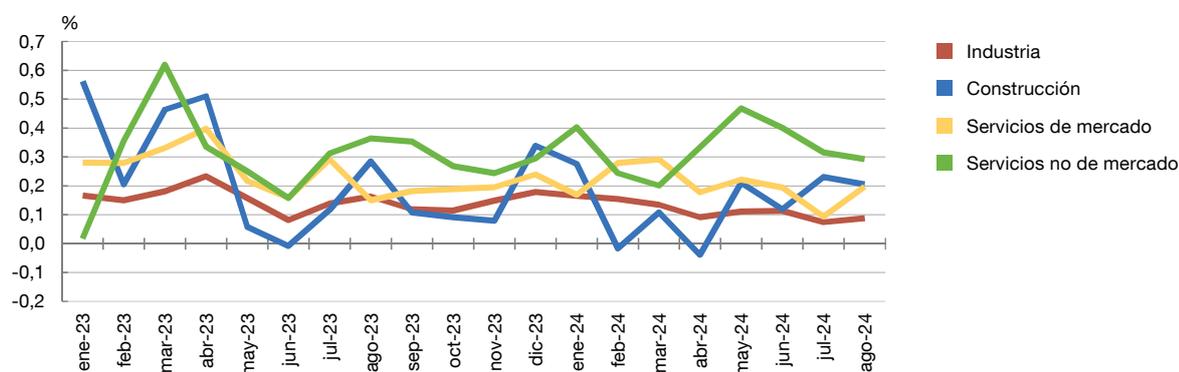
- En tasa mensual desestacionalizada, la afiliación a la Seguridad Social registró un avance del 0,14 % en julio y del 0,18 % en agosto. Estos ritmos de crecimiento son inferiores a los observados en la primera mitad del año (véase gráfico 10.a), lo que apuntaría, a falta de conocer los datos relativos al mes de septiembre, a una cierta moderación en el proceso de creación de empleo en el conjunto del tercer trimestre.
- Por ramas de actividad, la evolución de la ocupación continúa siendo heterogénea (véase gráfico 10.b). Por un lado, destaca el relativo dinamismo reciente de la afiliación en la construcción, tras un inicio de año débil, así como el vigor del empleo en los servicios de mercado, gracias al empuje de la actividad registrado en los sectores vinculados al turismo, como el transporte y la hostelería. En cambio, en los últimos meses, el avance de la afiliación en la industria se mantuvo estable y los servicios no de mercado vieron prolongada la significativa desaceleración que el empleo en este sector ha venido manteniendo desde mayo.
- Entre enero y agosto de 2024, el colectivo de trabajadores de nacionalidad extranjera siguió proporcionando un fuerte impulso a la afiliación, con un crecimiento medio del 7,7 %, frente al del 1,7 % que presentaron los afiliados españoles. De este modo, su peso sobre el *stock* de afiliados repuntó 0,7 pp con respecto al cierre de 2023, hasta el 13,5 %.

Gráfico 10

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



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



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

a Tasas mensuales y trimestrales desestacionalizadas. Para la tasa del tercer trimestre de 2024 se han utilizado solamente los datos de julio y agosto.

b Tasas mensuales desestacionalizadas.

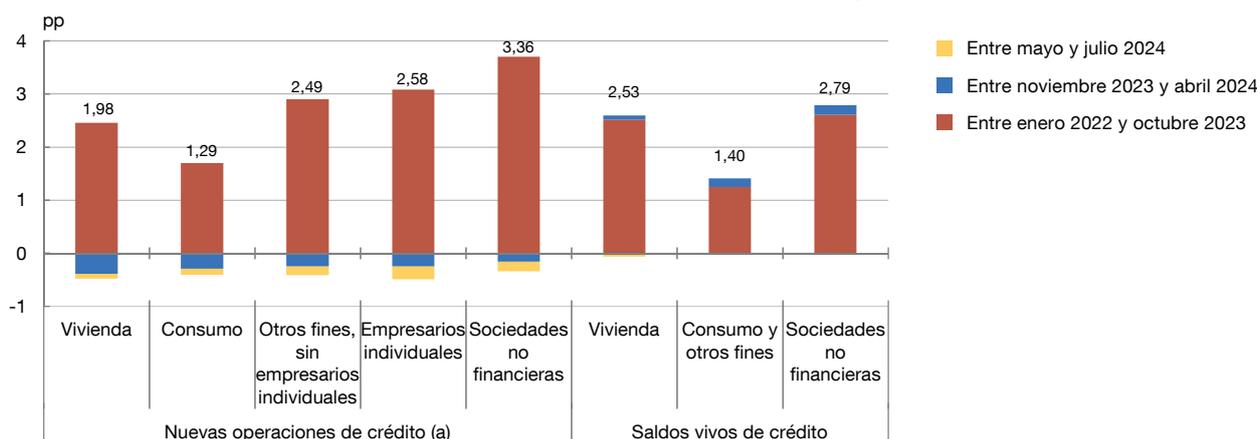


## 11 Los flujos de financiación al sector privado han mostrado cierta mejoría, en un contexto de leve reducción de los tipos de interés

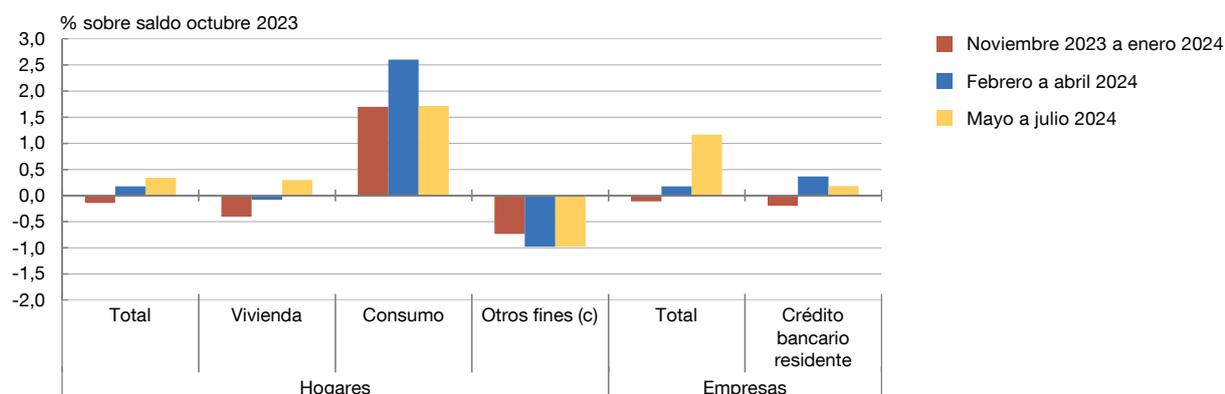
- Los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito continuaron registrando ligeros descensos entre mayo y julio, al tiempo que los de los saldos vivos apenas variaron (véase gráfico 11.a).
- Según la **Encuesta de Préstamos Bancarios**, los criterios de concesión de préstamos a las empresas se mantuvieron estables en el segundo trimestre, aunque se endurecieron ligeramente para los hogares, y no se espera que estos experimenten cambios relevantes en el tercer trimestre. Por su parte, la demanda de préstamos aumentó de manera generalizada —por primera vez desde 2021 y de forma algo más intensa de lo previsto—, una dinámica que los bancos encuestados esperan que se prolongue durante el trimestre en curso.
- Según la «Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación» en el área del euro, la percepción de las pymes sobre la disponibilidad de crédito bancario mejoró en el segundo trimestre. En este contexto, la financiación obtenida por las empresas y los hogares aumentó entre mayo y julio en casi todos los segmentos, y se mantuvo el mayor dinamismo del crédito al consumo (véase gráfico 11.b).

Gráfico 11

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



### 11.b Financiación a hogares y empresas: flujos netos acumulados de tres meses (b)



FUENTE: Banco de España.

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

b Datos desestacionalizados e incluye titulaciones. El total incorpora financiación del resto del mundo y valores de renta fija.

c Incluye préstamos a empresarios individuales.

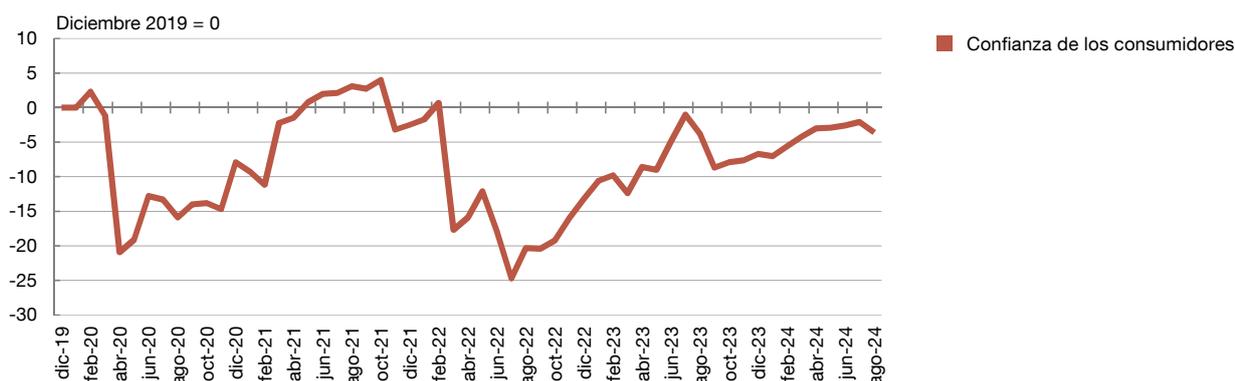


## 12 El consumo privado podría prolongar su senda de recuperación en el tercer trimestre

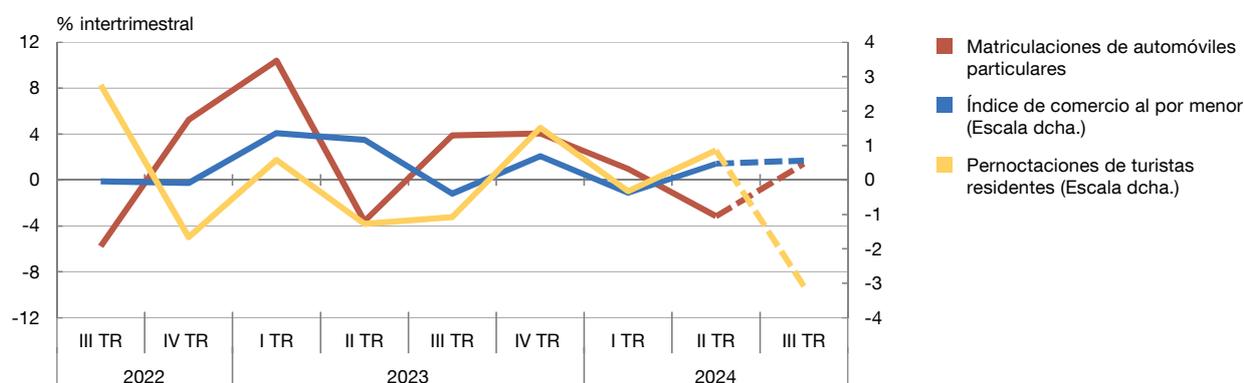
- En los últimos trimestres, a pesar del relativo vigor que han venido mostrando los indicadores de empleo y de renta disponible, el consumo de los hogares ha presentado tasas de avance modestas, que han sido, además, menores de lo esperado. Los factores que podrían estar detrás de estas sorpresas a la baja son aún muy inciertos e incluirían, entre otros, un posible mayor impacto adverso del endurecimiento acumulado de la política monetaria sobre el consumo o un potencial efecto negativo sobre los niveles agregados de gasto de los acusados cambios que se están produciendo recientemente en la composición de los hogares españoles.
- En todo caso, de acuerdo con los indicadores coyunturales más recientes, el consumo de las familias podría prolongar su senda de recuperación gradual en el tercer trimestre. En esta dirección apuntarían, por ejemplo, el tono positivo que presenta la confianza de los consumidores (véase gráfico 12.a) y el dinamismo que mantiene el crédito al consumo, así como el repunte del índice de comercio al por menor de julio y de las matriculaciones de automóviles (en el promedio de julio y agosto). Este comportamiento positivo se vería parcialmente compensado, no obstante, por el descenso observado en las pernoctaciones en establecimientos hoteleros de los residentes en España durante el mes de julio (véase gráfico 12.b).

Gráfico 12

### 12.a Confianza de los consumidores



### 12.b Evolución de los indicadores habituales de gasto (a)



FUENTES: Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones, Comisión Europea e Instituto Nacional de Estadística.

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

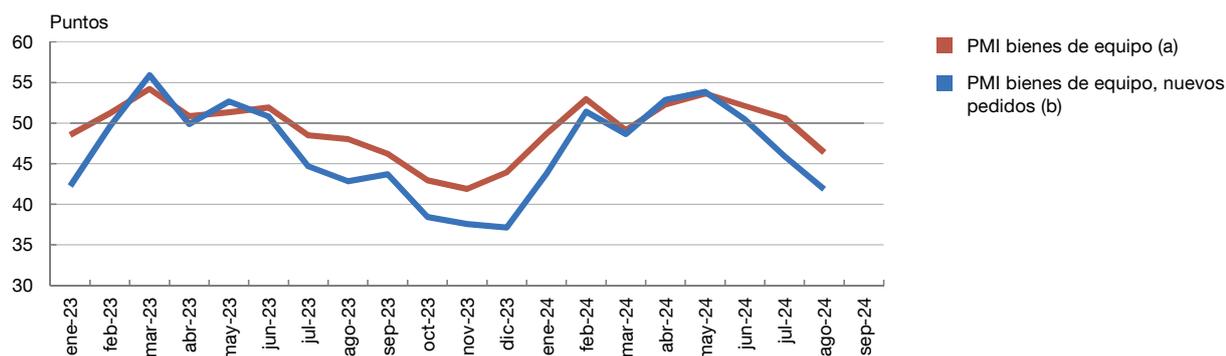


## 13 Se espera que la inversión experimente una cierta desaceleración

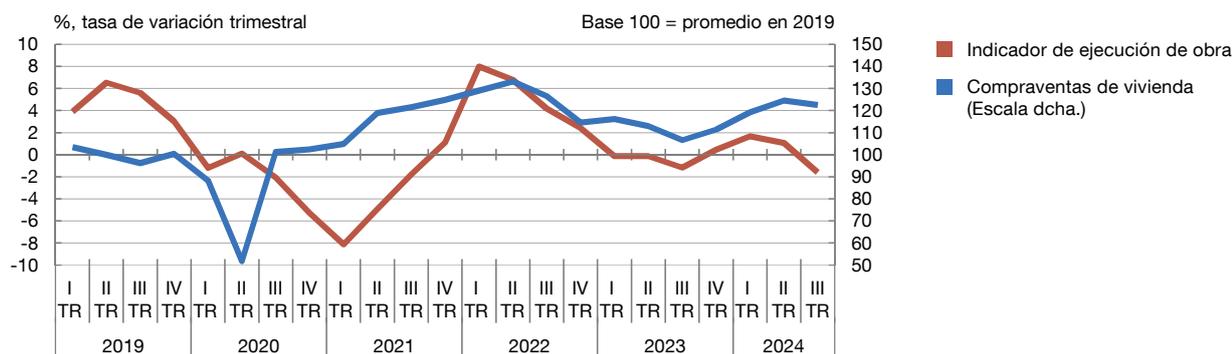
- La inversión productiva mostró un buen desempeño durante la primera mitad del año, impulsada, principalmente, por el dinamismo de la inversión en otras construcciones. En cambio, la inversión en maquinaria y equipo mantuvo una mayor debilidad y aún permanece un 6% por debajo de su nivel anterior a la pandemia. De cara al tercer trimestre, el descenso observado en el PMI de bienes de equipo —arrastrado por la caída de los nuevos pedidos (véase gráfico 13.a)— apuntaría a una posible desaceleración de la inversión productiva en este período.
- En cuanto a la inversión en vivienda, la evolución reciente del indicador de ejecución de obra (véase gráfico 13.b) sería coherente con una cierta atonía de este componente en el tercer trimestre, aunque las compraventas de vivienda continúan exhibiendo un elevado dinamismo y alcanzaron, entre enero y julio, el mayor número de operaciones en esos meses desde 2008, tras el registro de 2022. Por otra parte, la rigidez relativa de la oferta a corto plazo, frente a la fortaleza de la demanda —impulsada, en parte, por las adquisiciones de ciudadanos extranjeros—, continúa presionando al alza el precio de la vivienda, que aumentó un 7,8% interanual en el segundo trimestre.

Gráfico 13

### 13.a Indicadores cualitativos de la inversión



### 13.b Principales indicadores de la inversión en vivienda (c)



FUENTES: S&P Global, Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

- a Índice sintético de la actividad en el sector de bienes de equipo. Un valor por encima de 50 puntos indica expansión, y por debajo, contracción.  
 b Un valor por encima de 50 puntos indica un aumento de los nuevos pedidos, y por debajo, una caída.  
 c 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. Para esta serie, el tercer trimestre de 2024 se representa mediante el promedio de los últimos tres meses con información disponible (mayo, junio y julio).

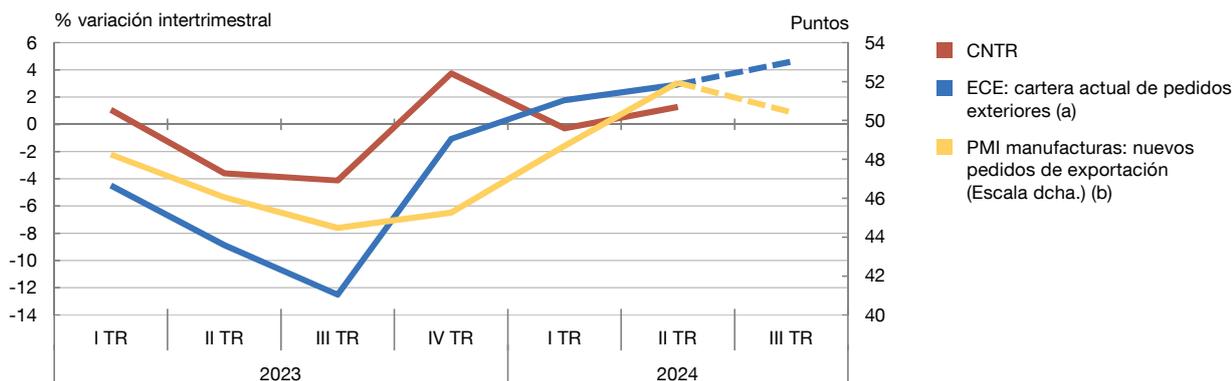


## 14 Tras la elevada contribución del sector exterior al crecimiento del PIB en el segundo trimestre, su aportación se moderaría en el trimestre en curso

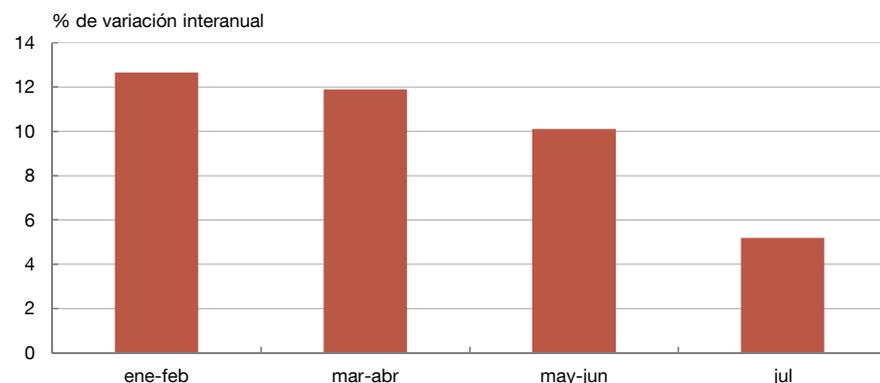
- En los dos primeros trimestres del año, durante los cuales el PIB avanzó un 0,8 % intertrimestral, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue muy notable, de 0,5 pp. En el caso particular del segundo trimestre, esta aportación positiva de las exportaciones netas fue el reflejo de un elevado dinamismo de las exportaciones, tanto de bienes (+1,3 %, en tasa intertrimestral) como de servicios (+1 %), y de un leve retroceso de las importaciones (-0,2 %), especialmente de las de servicios turísticos (-11,4 %).
- De cara al tercer trimestre, las señales acerca de la evolución de las exportaciones de bienes son mixtas. Por un lado, el indicador PMI de nuevos pedidos de exportación apuntaría a una cierta desaceleración de las ventas al exterior. Por otro lado, en cambio, las expectativas de los empresarios recogidas en la última Encuesta de Coyuntura de la Exportación se mantienen relativamente positivas en lo relativo a las exportaciones de bienes (véase gráfico 14.a).
- En cuanto a las exportaciones de servicios, si bien estas seguirían manteniendo un cierto dinamismo en el tercer trimestre — como sugiere el avance del indicador PMI —, cabe reseñar que las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros muestran, en los últimos meses, una evidente desaceleración en tasa interanual (véase gráfico 14.b)

Gráfico 14

### 14.a Evolución de las exportaciones reales de bienes



### 14.b Pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros en España en 2024



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo y S&P Global.

a Última observación: segundo trimestre de 2024.

b Última observación: agosto de 2024.

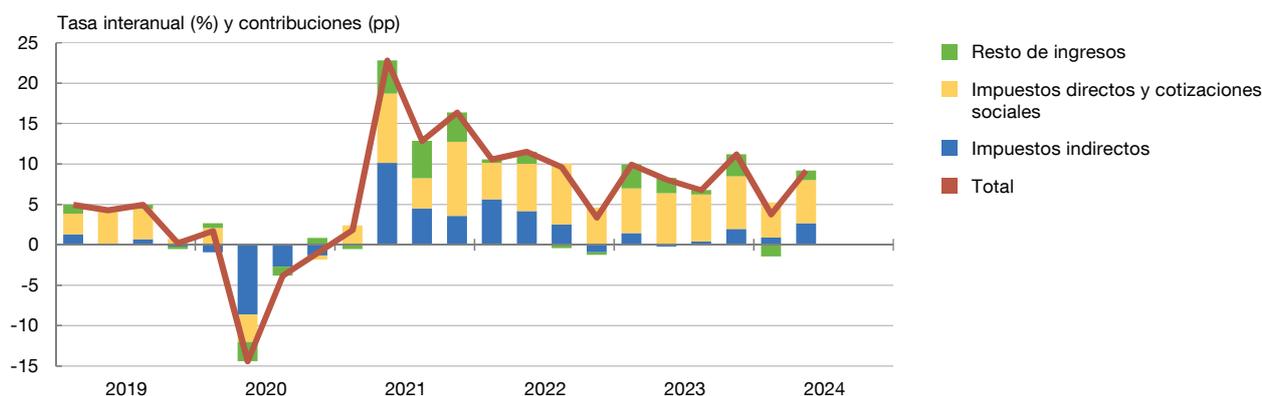


## 15 Los ingresos y gastos públicos continuaron creciendo a un ritmo robusto en el segundo trimestre

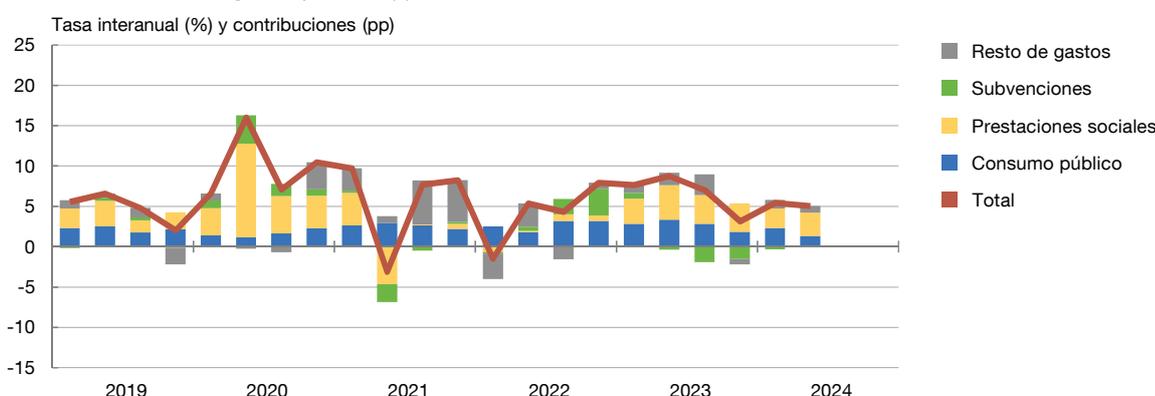
- Tras un primer trimestre en el que los ingresos públicos volvieron a crecer por debajo de sus determinantes macroeconómicos, en los meses previos al verano se observó una recuperación (con un crecimiento interanual del 9,2 %) gracias al dinamismo de las bases macroeconómicas, especialmente en el caso de los impuestos directos y las cotizaciones sociales (véase gráfico 15.a). Por otra parte, en la segunda mitad del año, la recaudación por impuestos indirectos se verá afectada por la extensión, acordada en junio, de la rebaja del IVA de determinados alimentos y la reclasificación del aceite de oliva como producto de primera necesidad.
- A pesar de la ligera desaceleración observada en algunos de sus componentes, el gasto público continuó creciendo a un ritmo elevado —del 5 %— en el segundo trimestre (véase gráfico 15.b). En este contexto, para asegurar el cumplimiento de la recomendación de la Comisión Europea a nuestro país en 2024 —que el crecimiento nominal del gasto primario neto financiado nacionalmente no supere el 2,6 % este año—, podría ser necesario implementar, en los próximos meses, medidas compensatorias adicionales de ajuste del gasto o de incremento de los ingresos.
- Con todo, se estima que el déficit de las Administraciones Públicas, en términos acumulados de 12 meses, se habría situado en el 3,4 % del PIB en mayo, 0,2 pp inferior al registrado al cierre de 2023.

Gráfico 15

### 15.a Evolución de los ingresos públicos (a)



### 15.b Evolución de los gastos públicos (a)



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

a Los datos del último trimestre no incluyen las Corporaciones Locales.

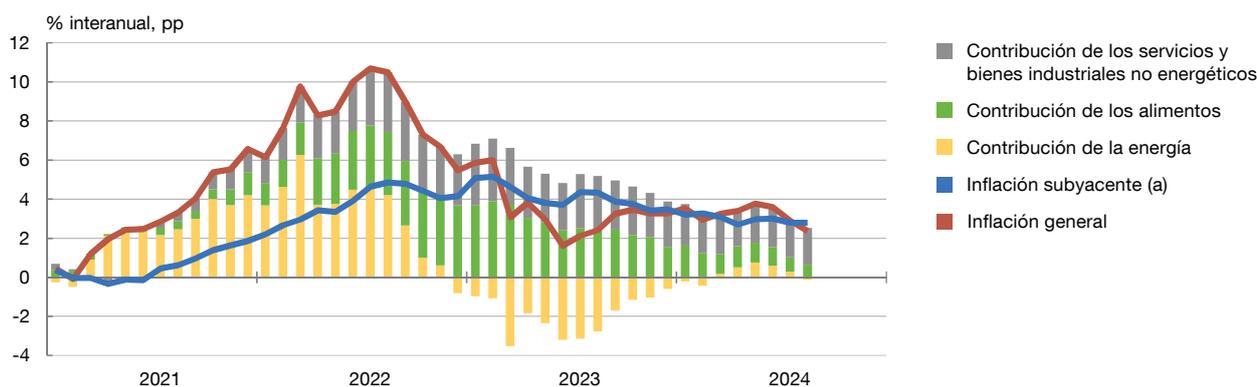


## 16 La inflación general ha continuado moderándose, reflejando la desaceleración de los precios energéticos y alimenticios, mientras que la subyacente mantiene una mayor persistencia

- La inflación general disminuyó 1,4 pp entre mayo y agosto, hasta alcanzar una tasa interanual del IAPC del 2,4 % (véase gráfico 16.a). Este descenso reflejó, por una parte, la evolución de los precios alimenticios, cuya desaceleración se intensificó a partir de julio —tras la ralentización observada en el segundo trimestre— debido, especialmente, al comportamiento de algunos alimentos frescos, como las frutas y hortalizas, y al del aceite de oliva<sup>4</sup>. Por otra parte, el descenso del precio de los carburantes contribuyó a ralentizar los avances de los precios energéticos<sup>5</sup>.
- La inflación subyacente alcanzó una tasa interanual del 2,8 % en agosto, 0,2 pp menos que en mayo. Entre sus componentes, los precios de los bienes industriales no energéticos conservaron tasas de crecimiento muy moderadas —0,6 % en agosto—, mientras que la inflación de los servicios mantuvo una mayor persistencia —3,7 % en agosto, frente a 3,9 % en mayo—. En particular, la inflación de los servicios de restauración y turismo ha mostrado cierta volatilidad a lo largo de la temporada estival —hasta situarse en el 4,9 % en agosto—, en tanto que la inflación del resto de los servicios se mantuvo estable.

Gráfico 16

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



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.



4 La desaceleración de los precios del aceite de oliva se debe, al menos en parte, a la disminución del tipo del IVA desde el 5 % hasta el 0 % aprobada a finales de junio. Ello habría reducido en 0,1 pp el incremento interanual de los precios de consumo del componente del IAPC correspondiente a alimentos, bebidas y tabaco en julio y agosto.

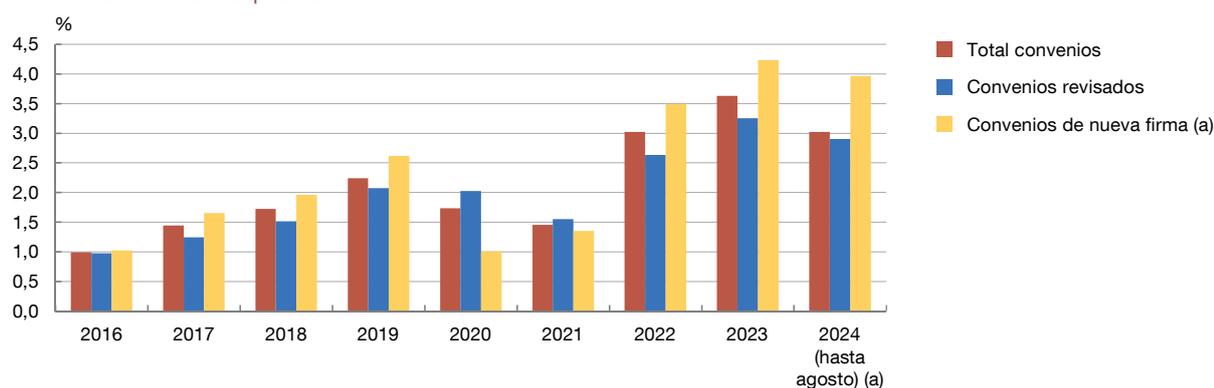
5 Por otro lado, en julio la moderación de los precios energéticos fue impulsada por la reducción del tipo del IVA de la electricidad hasta el 10 %. En cualquier caso, la disminución del IVA se vio levemente compensada por el retorno al 5,1 % del tipo del impuesto especial sobre la electricidad, situado en el 3,8 % desde abril.

## 17 Los costes laborales unitarios se desaceleraron en el segundo trimestre, lo que refleja tanto una moderación de la remuneración por asalariado como un mejor comportamiento de la productividad

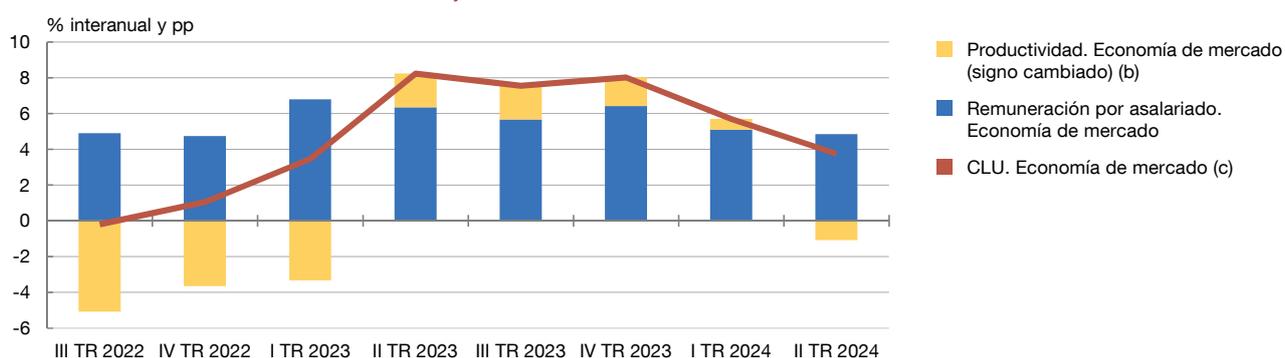
- Con información hasta agosto, el incremento salarial promedio pactado para 2024 se mantuvo en el 3 %, 0,6 pp por debajo del acordado para el año pasado (véase gráfico 17.a). La mayoría de los asalariados con convenio cerrado para 2024 —casi el 90 %— tienen convenios firmados en años anteriores que incorporan un incremento salarial medio del 2,9 %. En cambio, el aumento salarial pactado en los nuevos convenios firmados en 2024 es del 4 %, si bien dichos convenios afectan a algo más de un millón de trabajadores.
- La remuneración por asalariado en la economía de mercado se desaceleró en el segundo trimestre, hasta una tasa interanual del 4,8 %, frente a los avances superiores al 6 % observados en 2023. Este aumento se mantuvo por encima de los incrementos salariales pactados en convenio, lo que refleja una deriva salarial positiva, aunque inferior a la del año precedente.
- La desaceleración de la remuneración se trasladó a los costes laborales unitarios (CLU), que mostraron un aumento interanual del 3,8 %, casi 2 pp por debajo del avance registrado en el primer trimestre, que se vio limitado también por la recuperación de la productividad (véase gráfico 17.b).

Gráfico 17

17.a Incremento salarial pactado



17.b CLU. Economía de mercado. Evolución y contribuciones



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

- a Los convenios de nueva firma hasta agosto de 2024 tienen poca representatividad, ya que se refieren solo a 1.054.221 trabajadores (el 11,2 % del total de trabajadores con convenios cerrados para 2024).
- b La productividad se define como VAB sobre el total de asalariados en un determinado sector.
- c La variación de los CLU puede aproximarse como la suma de la variación de la remuneración por asalariado y la variación de la productividad (cambiada de signo). Por tanto, una contribución positiva de la productividad en el gráfico se interpreta como el efecto de una caída de la productividad.

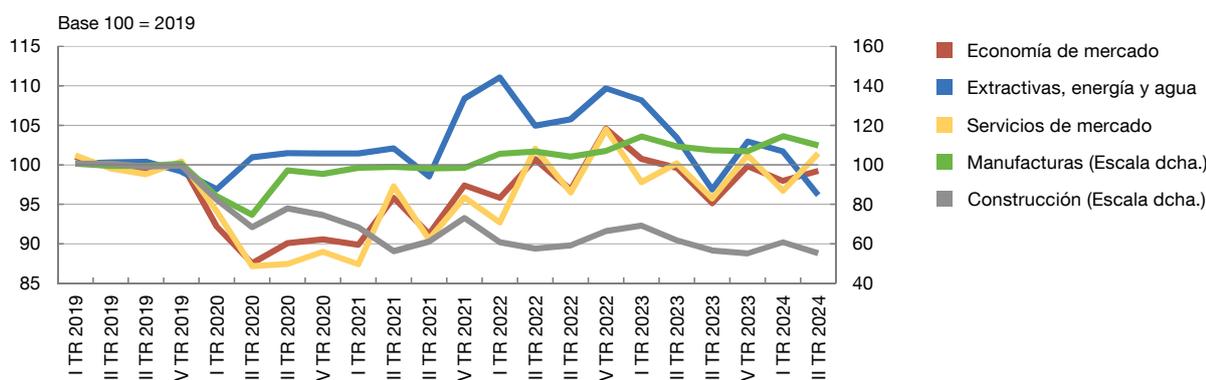


## 18 Los márgenes empresariales se mantienen relativamente estables en torno a los niveles observados antes de la pandemia, si bien existen diferencias notables entre sectores

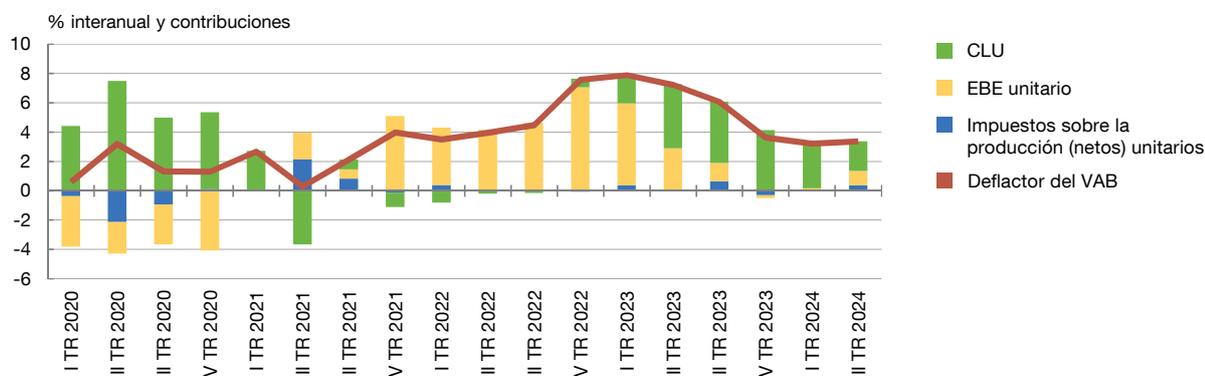
- La información de la CNTR muestra, desde finales de 2023, una cierta estabilidad en la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado, que se encuentra muy próxima a sus registros previos a la pandemia (véase gráfico 18.a). Aun así, persiste una notable heterogeneidad entre sectores, aunque destacan las diferencias que se aprecian en la evolución de dicha ratio en las manufacturas y en la construcción.
- Por otro lado, se mantiene el dinamismo observado, desde comienzos de 2023, en el margen de explotación, definido como la ratio entre el indicador del resultado bruto de explotación y las ventas totales, y construido a partir de la información procedente de las ventas de grandes empresas y pymes de la Agencia Tributaria. En cualquier caso, es importante señalar que este indicador no incorpora los costes financieros, que han venido creciendo con los mayores tipos de interés.
- El deflactor del valor añadido ha mantenido un ritmo de crecimiento interanual relativamente estable en el segundo trimestre de 2024, lo que refleja que la moderación de los **CLU** se vio compensada por el repunte del EBE unitario (véase gráfico 18.b).

Gráfico 18

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



18.b Deflactor del valor añadido de la economía de mercado



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística,



**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 2024-2026<sup>1</sup>.

Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el ritmo de avance del PIB alcanzará el 2,8 % en 2024, tres décimas por encima de la expansión del producto observada en 2023. En el bienio posterior, el crecimiento del PIB se desaceleraría gradualmente y se establecería en el 2,2 % y el 1,9 % en 2025 y 2026, respectivamente. La tasa de desempleo, por su parte, mantendría una senda descendente en los próximos años, hasta situarse ligeramente por debajo del 11 % en 2026. Por el lado de los precios, el ejercicio prevé que la inflación general —que en el promedio de 2023 fue del 3,4 %— disminuya a lo largo del horizonte de proyección y alcance el 2,9 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,8 % en 2026. Esta trayectoria descendente se observaría, asimismo, en la inflación subyacente (es decir, la que excluye energía y alimentos), que pasaría del 4,1 % en 2023 al 2,8 %, el 2,2 % y el 1,9 % en 2024, 2025 y 2026, respectivamente (véase cuadro 1).

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

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

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

**Supuestos sobre la evolución de los precios de la energía<sup>3</sup>.** De cara a los próximos trimestres, los mercados de futuros anticipan una caída del precio del petróleo más intensa que la contemplada

1 Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 11 de junio, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, los datos de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del segundo trimestre de 2024, las Cuentas Trimestrales No Financieras de los Sectores Institucionales del primer trimestre de 2024 y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de distintas variables clave en el ejercicio de proyecciones. La fecha de cierre de las proyecciones y de la recogida de información es el 9 de septiembre, excepto para la información referente a los mercados exteriores y los supuestos técnicos, que es el 30 de agosto.

2 “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2024.

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

Cuadro 1

## Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

|                    | PIB  |      |      |      | IAPC |      |      |      | IAPC<br>sin energía ni alimentos |      |      |      | Tasa de paro<br>(% de la población activa) (b) |      |      |      |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------------------------------|------|------|------|--|------|------|------|
|                    | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2023                             | 2024 | 2025 | 2026 | 2023   | 2024 | 2025 | 2026 |
| Septiembre de 2024 | 2,5  | 2,8  | 2,2  | 1,9  | 3,4  | 2,9  | 2,1  | 1,8  | 4,1                              | 2,8  | 2,2  | 1,9  | 12,2   | 11,5 | 11,0 | 10,7 |
| Junio de 2024      | 2,5  | 2,3  | 1,9  | 1,7  | 3,4  | 3,0  | 2,0  | 1,8  | 4,1                              | 2,6  | 2,0  | 1,9  | 12,2   | 11,5 | 11,3 | 11,2 |

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

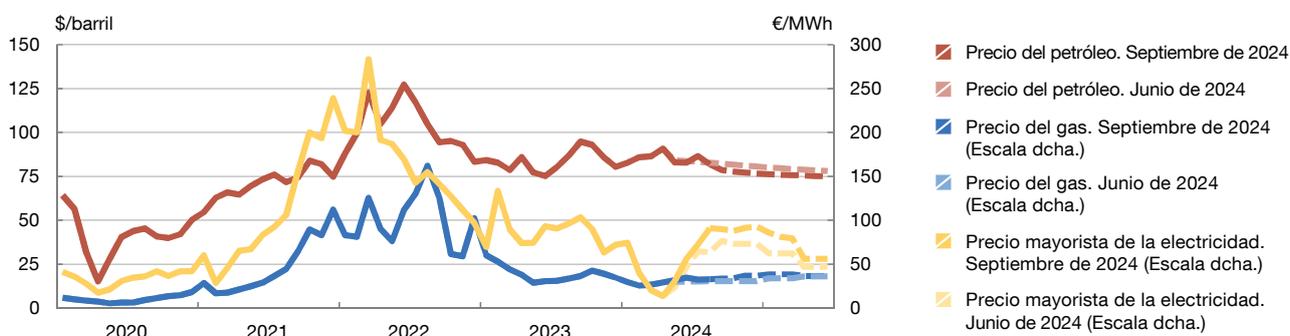
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2024.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 9 de septiembre de 2024.

b Media anual.

Gráfico 1

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



FUENTES: Mercado Ibérico del Gas, OMIE y Reuters.

en el ejercicio de proyecciones de junio (véase gráfico 1). Por el contrario, los mercados prevén ahora unos precios futuros para el gas y la electricidad que estarían por encima de los contemplados tres meses atrás.

**Supuestos sobre la evolución de los tipos de interés<sup>4</sup>.** De acuerdo con las expectativas de los mercados financieros internacionales, se espera que los tipos de interés a corto plazo se reduzcan progresivamente a lo largo del horizonte de proyección. Dicha moderación sería más intensa de lo previsto tres meses atrás, lo que ahora implica unas condiciones monetarias más holgadas a lo largo del horizonte de proyección que en el ejercicio de junio. Por su parte, la evolución temporal del rendimiento de la deuda soberana española a largo plazo sería, de acuerdo con la actualización de los supuestos técnicos, similar a la proyectada en el anterior ejercicio de previsiones (véase cuadro 2).

4 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 la fecha de cierre de la información, correspondiente al 30 de agosto.

Cuadro 2

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

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

|  | 2023  | Proyecciones de septiembre de 2024 |       |       | Diferencia entre las previsiones actuales y las de junio de 2024 (b) |      |      |
|--|-------|------------------------------------|-------|-------|--|------|------|
|  |       | 2024                               | 2025  | 2026  | 2024   | 2025 | 2026 |
| Mercados de exportación de España (c)  | 0,0   | 0,6                                | 3,1   | 3,2   | -0,4   | -0,2 | 0,0  |
| Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)  | 83,7  | 82,6                               | 74,9  | 72,4  | -1,2   | -3,1 | -2,0 |
| <b>Condiciones monetarias y financieras</b>  |       |                                    |       |       |  |      |      |
| Tipo de cambio dólar/euro (nivel)  | 1,08  | 1,09                               | 1,11  | 1,11  | 0,01   | 0,03 | 0,03 |
| Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)            | 115,6 | 116,8                              | 117,8 | 117,8 | 0,7  | 1,6  | 1,6  |
| Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)                           | 3,4   | 3,6                                | 2,4   | 2,2   | 0,0  | -0,4 | -0,3 |
| Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e) | 3,5   | 3,2                                | 3,2   | 3,4   | 0,0  | 0,0  | 0,0  |

FUENTES: Banco de España y Banco Central Europeo.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 30 de agosto. 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 Banco Central Europeo para la zona del euro» de septiembre de 2024.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

**Supuestos sobre la evolución de los mercados exteriores.** Los supuestos técnicos contemplan una recuperación gradual de los mercados de exportación de España en los próximos trimestres, si bien dicha recuperación sería ligeramente menos intensa de lo previsto en el ejercicio de proyecciones de junio, en particular en 2024 y, por efecto arrastre, en 2025. Por otra parte, en relación con el ejercicio de proyecciones previo, el tipo de cambio del euro se encontraría algo más apreciado, tanto con respecto al dólar como en términos efectivos nominales (véase cuadro 2).

**Supuestos sobre la política fiscal en España.**

Con respecto a las proyecciones de junio, los supuestos fiscales incorporan las siguientes novedades con impacto en el déficit público:

- La reforma del subsidio de desempleo (**Real Decreto-ley 2/2024**), que extiende su cobertura a un colectivo mayor, al tiempo que aumenta su cuantía en los 12 primeros meses de su percepción. La reforma incorpora también medidas para favorecer una transición más rápida hacia el empleo, tanto de los perceptores del subsidio como de los de la prestación contributiva por desempleo. En particular, contempla la compatibilización parcial del cobro del subsidio o prestación con la percepción de rentas salariales durante los primeros meses de reincorporación al empleo.

- La extensión parcial, hasta diciembre de 2024, de la rebaja temporal del IVA de determinados alimentos y la reclasificación de manera permanente del aceite de oliva en el grupo de bienes gravados con un tipo de IVA superreducido ([Real Decreto-ley 4/2024](#)).

En conjunto, estos cambios supondrían un deterioro del saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) ligeramente inferior a 0,1 puntos porcentuales (pp) de PIB en cada uno de los tres años del ejercicio de proyecciones. Es preciso señalar, no obstante, que esta estimación está sujeta a una considerable incertidumbre. Dicha incertidumbre estaría relacionada, principalmente, con el posible impacto sobre las transiciones hacia el empleo de compatibilizar parcialmente el cobro del subsidio (o de la prestación por desempleo) con la percepción de rentas salariales. La magnitud de este impacto podrá estimarse con mayor precisión en los próximos trimestres, a medida que se disponga de más evidencia al respecto.

En relación con los desembolsos asociados a distintas sentencias judiciales, se mantiene la estimación de un gasto de 0,2 pp del PIB en 2024, aunque existe el riesgo de que su repercusión sobre las cuentas públicas en el año en curso y en años posteriores sea mayor. En particular, no se incorpora, por ejemplo, el impacto de la reciente [sentencia](#) del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en la que se establece la incompatibilidad con la normativa europea del tramo autonómico del impuesto sobre hidrocarburos, vigente desde 2013 hasta 2018, debido a que su aplicación final sigue pendiente de nuevas decisiones judiciales de los tribunales españoles. Asimismo, existen otras sentencias y arbitrajes internacionales (sobre operadores de telefonía móvil y energías renovables), con resultado negativo para las AAPP españolas, cuyo impacto cuantitativo todavía está por concretar.

Del mismo modo, los supuestos sobre la senda esperada de gasto financiado con los fondos europeos se mantienen inalterados. Así, se considera que los gastos asociados al Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia podrían situarse en torno al 1 % del PIB en 2024 —frente al 0,7 % registrado en 2023— y que podrían alcanzar su impacto máximo en 2025 y 2026.

En conjunto, el tono de la política fiscal —aproximado por la variación del saldo estructural primario— sería ligeramente contractivo en 2024 y aproximadamente neutral en el período 2025-2026. En todo caso, cabe reseñar que, de acuerdo con estimaciones del Banco de España, la aplicación del nuevo marco fiscal europeo exigiría en nuestro país un tono contractivo sostenido de la política fiscal en los próximos años<sup>5</sup>. Este eventual ajuste fiscal no está incorporado en las proyecciones, a falta de mayor concreción en cuanto a las medidas de ingresos y gastos que se desplegarían para llevarlo a cabo.

**Nuevos datos y revisiones estadísticas.** Los datos de avance de la CNTR referidos al segundo trimestre de 2024 apuntan a un crecimiento del PIB en dicho trimestre del 0,8 %, superior al anticipado por el Banco de España en las proyecciones de junio (0,5 %). Además, el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha revisado al alza las tasas de crecimiento del producto en los

---

<sup>5</sup> Para más detalles sobre las implicaciones del nuevo marco de gobernanza fiscal europeo, véase el epígrafe 9.3 de Banco de España. (2024). “[Capítulo 2. Retos estructurales de la economía española](#)”. En Banco de España, *Informe Anual 2023*.

trimestres anteriores. Así, por ejemplo, la del primer trimestre del año ha pasado de un 0,7 % a un 0,8 %. En ausencia de otros cambios, esta nueva información conllevaría, de forma mecánica, un nivel de partida del producto más elevado para el actual ejercicio de proyecciones y una tasa de crecimiento del PIB mayor en 2024.

## Evolución prevista de la actividad

### **La economía española mantuvo un elevado grado de dinamismo en el segundo trimestre.**

Según los datos de avance de la CNTR publicados por el INE, el crecimiento intertrimestral del PIB se situó en el 0,8 %, por encima de lo esperado por el Banco de España en junio —0,5 %—<sup>6</sup>. Esta tasa de crecimiento supuso una prolongación del dinamismo registrado en el primer trimestre —del 0,8 %— y estuvo claramente por encima de la observada en el conjunto del área del euro —del 0,2 %—. El crecimiento del PIB español en este período se sustentó en la demanda exterior neta, cuya aportación al avance del producto sorprendió al alza, y ascendió a 0,5 pp, al igual que en el primer trimestre del año. Dentro de ese agregado, además del vigor mostrado por las exportaciones —especialmente por las de servicios turísticos—, que crecieron más de lo previsto, destacó el leve retroceso que experimentaron las importaciones. Por su parte, la demanda interna sorprendió a la baja y únicamente aportó 0,3 pp al avance del producto. Ello fue consecuencia, principalmente, de la relativa debilidad que siguen mostrando el consumo privado y la formación bruta de capital, cuyos ritmos de avance se moderaron entre el primer y el segundo trimestre —del 0,4 % al 0,3 % y del 1,2 % al 0,3 %, respectivamente—<sup>7</sup>.

### **La información coyuntural más reciente apunta a que, en el tercer trimestre, el ritmo de expansión de la actividad podría moderarse con respecto al registrado en el primer semestre del año, aunque este seguiría siendo elevado.**

En particular, el análisis conjunto de toda la información disponible en la fecha de cierre de este ejercicio de proyecciones —que incluye la que proviene de 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— sugiere que el crecimiento intertrimestral del PIB podría situarse en el entorno del 0,6 % durante el trimestre en curso. Dicha tasa sería compatible con un incremento de la actividad del 2,9 % en tasa interanual, cifra similar a la observada en el segundo trimestre y que se situaría significativamente por encima de la tasa de crecimiento potencial estimada para la economía española.

**De cara a los próximos trimestres, se prevé que las tasas de avance del PIB converjan paulatinamente hacia aquellas acordes con la capacidad de crecimiento potencial de la economía española, la cual, en un contexto de mayor dinamismo poblacional —por los flujos migratorios—, sería algo más elevada al final del horizonte de proyección que la**

6 "Proyecciones e informe trimestral de la economía española. Junio de 2024". *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2024.

7 De acuerdo con la información de la Encuesta de Presupuestos Familiares del INE, la debilidad del consumo está siendo particularmente acusada entre los hogares cuyo cabeza de familia es de nacionalidad extranjera y entre aquellos que se encuentran en el cuartil superior de la distribución de la renta. Véase Carmen Martínez Carrascal. (2024). "Factores explicativos de la debilidad reciente del consumo". *Boletín Económico - Banco de España*. De próxima publicación.

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 septiembre de 2024 |       |       |       | Proyecciones de junio de 2024 |       |  |
|--|-------|------------------------------------|-------|-------|-------|-------------------------------|-------|--|
|  |       | 2024                               | 2025  | 2026  | 2024  | 2025                          | 2026  |  |
| PIB  | 2,5   | 2,8                                | 2,2   | 1,9   | 2,3   | 1,9                           | 1,7   |  |
| Consumo privado  | 1,8   | 2,2                                | 2,1   | 1,8   | 2,4   | 2,0                           | 1,7   |  |
| Consumo público  | 3,8   | 1,8                                | 2,0   | 1,7   | 1,6   | 1,7                           | 1,5   |  |
| Formación bruta de capital   | -0,4  | 1,8                                | 2,1   | 2,4   | 2,2   | 2,4                           | 2,1   |  |
| Exportación de bienes y servicios                                      | 2,3   | 3,5                                | 2,7   | 3,2   | 2,4   | 2,4                           | 2,7   |  |
| Importación de bienes y servicios                                      | 0,3   | 1,4                                | 2,5   | 3,5   | 2,0   | 2,7                           | 3,0   |  |
| Demanda nacional (contribución al crecimiento)                         | 1,7   | 2,0                                | 2,0   | 1,8   | 2,1   | 1,9                           | 1,7   |  |
| Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)                    | 0,8   | 0,8                                | 0,2   | 0,1   | 0,2   | 0,0                           | 0,0   |  |
| PIB nominal  | 8,6   | 5,9                                | 4,4   | 3,7   | 5,4   | 4,0                           | 3,5   |  |
| Deflactor del PIB  | 5,9   | 3,0                                | 2,2   | 1,8   | 3,0   | 2,1                           | 1,8   |  |
| IAPC   | 3,4   | 2,9                                | 2,1   | 1,8   | 3,0   | 2,0                           | 1,8   |  |
| IAPC sin energía ni alimentos  | 4,1   | 2,8                                | 2,2   | 1,9   | 2,6   | 2,0                           | 1,9   |  |
| Empleo (horas)   | 1,9   | 1,8                                | 1,7   | 1,1   | 1,1   | 1,7                           | 1,2   |  |
| Tasa de paro (% de la población activa).<br>Media anual                | 12,2  | 11,5                               | 11,0  | 10,7  | 11,5  | 11,3                          | 11,2  |  |
| Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB) | 3,7   | 4,5                                | 5,0   | 5,0   | 3,6   | 3,7                           | 3,7   |  |
| Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)  | -3,6  | -3,3                               | -3,1  | -3,2  | -3,3  | -3,1                          | -3,2  |  |
| Deuda de las AAPP (% del PIB)  | 107,7 | 105,4                              | 105,4 | 106,3 | 105,8 | 106,2                         | 107,2 |  |

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2024.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 9 de septiembre de 2024.

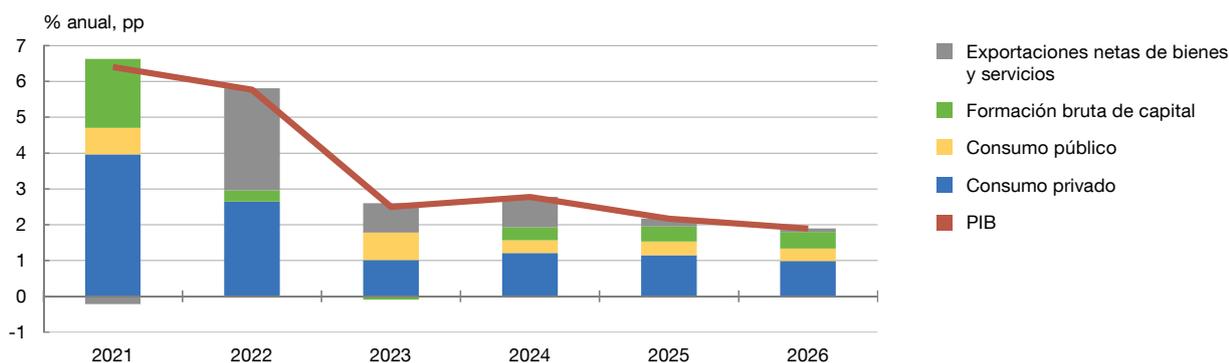
**estimada en junio (aunque inferior al 2%).** En este sentido, se contempla que la tasa media anual de crecimiento del PIB alcance el 2,8% en 2024, tres décimas más que en 2023, y que se modere posteriormente hasta un 2,2% en 2025 y un 1,9% en 2026 (véase cuadro 3). El grueso de dicha moderación reflejaría una menor contribución del sector exterior al crecimiento del PIB, resultado, principalmente, de una previsible desaceleración del ritmo de avance de las exportaciones de servicios turísticos desde las elevadas tasas observadas actualmente. Por otro lado, como factores de soporte de la actividad en los próximos trimestres, se mantendrían los señalados en informes previos. Entre ellos, cabe destacar la relajación gradual de las condiciones de financiación, la reactivación paulatina de la economía europea y global, el crecimiento poblacional previsto<sup>8</sup>, el avance de las rentas reales por la menor inflación y el mayor despliegue de los fondos *Next Generation EU* (NGEU).

**De acuerdo con estas proyecciones, a lo largo del período 2024-2026 el crecimiento económico estará basado en el dinamismo de la demanda interna.** En particular, en este

<sup>8</sup> Según las proyecciones demográficas más recientes del INE, entre el 1 de enero de 2024 y el 1 de enero de 2027, la población residente en España se incrementará en 1,9 millones de personas, lo que supone un crecimiento del 3,9%.

Gráfico 2

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



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

período, el consumo privado será el componente con una mayor aportación al avance del PIB, fruto de una evolución favorable del empleo, los salarios y la inflación, así como del aumento de la población y de la recuperación paulatina de la confianza de las familias (véase gráfico 2). Por su parte, la formación bruta de capital fijo, que es la rúbrica de la demanda que muestra una recuperación más retrasada con respecto a los niveles previos a la pandemia, también contribuirá en mayor medida al crecimiento del PIB a lo largo del horizonte de proyección. En particular, en un contexto en el que las empresas presentan una posición financiera relativamente saneada en términos agregados, la recuperación de la inversión se verá favorecida por el impulso procedente de los fondos vinculados al programa NGEU —cuyo despliegue se prevé que gane tracción en 2024 y 2025— y por la mencionada mejora en las condiciones de financiación.

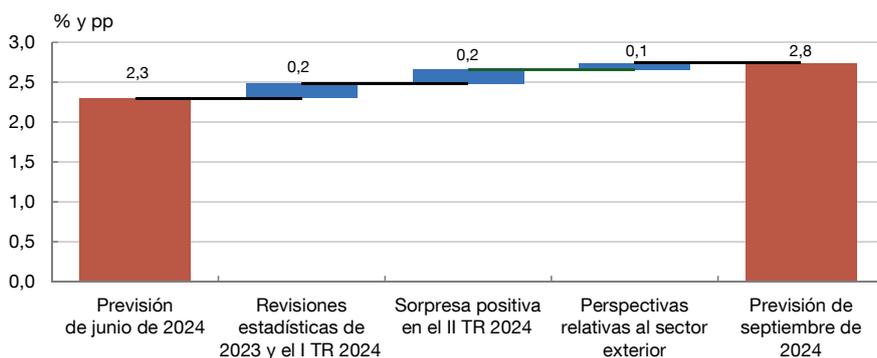
**La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB, que en 2024 será positiva y de una magnitud similar a la registrada en 2023, se moderará en 2025-2026.**

Desde 2022, la aportación al avance del producto de las ventas netas de bienes y servicios al exterior ha sido muy notable. Una parte significativa de dicha contribución positiva ha estado asociada al elevado dinamismo que han mostrado los flujos turísticos internacionales hacia nuestro país, que han sorprendido al alza y han presentado una creciente diversificación geográfica y estacional<sup>9</sup>. A lo largo del horizonte de proyección se prevé que dichos flujos sigan mostrando un considerable vigor. No obstante, en términos de tasas de crecimiento, su contribución al avance del PIB se reducirá gradualmente. Las dinámicas más recientes apuntan en esta dirección. Así, por ejemplo, según los datos del INE, las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros en España aumentaron en julio un 5,2 % con respecto al año anterior, lo que supone una notable desaceleración desde la tasa interanual promedio del 12 % registrada en el primer semestre de este año. Además, dichas pernoctaciones ya experimentaron un elevado aumento —del 13,2 %— en el último trimestre de 2023, lo que podría implicar una nueva reducción

<sup>9</sup> Blanca Jiménez-García y Coral García Esteban. (2024). “La reciente diversificación de los flujos turísticos internacionales hacia España”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T2, 03.

Gráfico 3

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



FUENTE: Banco de España.

de su tasa de avance interanual en los últimos meses de este año. Por otra parte, la recuperación que se proyecta para los mercados exteriores de la economía española favorecerá que, tras la caída registrada en 2023, las exportaciones de bienes se incrementen de forma gradual a lo largo del horizonte de proyección. Respecto a las importaciones, se espera que, a pesar de su debilidad reciente, experimenten una cierta aceleración en los próximos trimestres, en sintonía con un patrón de crecimiento en el que adquieren mayor relevancia la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes, que son los componentes de la demanda final que tienen un contenido importador más elevado. En conjunto, la contribución del sector exterior al crecimiento será de ocho décimas en 2024 —el mismo registro que en 2023— y de dos y una décima en 2025 y 2026, respectivamente (véase gráfico 2).

**Las actuales proyecciones comportan, en comparación con las de junio, una revisión al alza del crecimiento del PIB a lo largo de todo el horizonte de proyección.** En particular, la tasa de crecimiento del PIB prevista para 2024 se eleva en 0,5 pp —hasta el 2,8%—, mientras que las de 2025 y 2026 aumentan en 0,3 pp y 0,2 pp —hasta el 2,2 % y el 1,9 %, respectivamente—. El mayor crecimiento esperado ahora para 2024 es resultado de la confluencia de varios factores:

- Por un lado, como ya se ha mencionado, la nueva información disponible incorpora una revisión al alza de las tasas de crecimiento del PIB en los dos últimos trimestres de 2023 y en el primer trimestre de 2024. Asimismo, los datos de avance de la CNTR publicados a finales de julio apuntaron a un dinamismo de la actividad en el segundo trimestre de 2024 más acusado de lo esperado en el ejercicio de proyecciones de junio. Estos dos elementos acarrearán, de forma mecánica, un efecto arrastre positivo sobre la tasa media de crecimiento del PIB en 2024 de 0,4 pp (véase gráfico 3).
- Por otro lado, las perspectivas relativas a la evolución del sector exterior en la segunda mitad del año son ahora algo más favorables que en junio. Esto responde, fundamentalmente, a dos dinámicas diferentes. En primer lugar, si bien el ritmo de avance de las exportaciones turísticas se ha desacelerado en los últimos meses —como ya se ha comentado—, dicha

desaceleración ha sido menor de lo esperado. Una parte de este mejor comportamiento que el proyectado se ha mantenido, en consonancia con algunos indicadores adelantados del nivel de actividad turística, para los próximos trimestres. En segundo lugar, en España las importaciones han sido relativamente débiles en los últimos trimestres. Además de efectos composición, los factores que estarían detrás de la modesta elasticidad actual de las importaciones a la demanda final son aún inciertos. Entre algunas de las potenciales explicaciones para este fenómeno, cabría destacar, por ejemplo, la disminución del grado de dependencia energética de la economía española, fruto del aumento de la producción de energía a través de fuentes renovables (véase [presentación](#) de este informe)<sup>10</sup>. En todo caso, estos desarrollos recientes, que podrían tener que ver con algunos aspectos estructurales, recomiendan una revisión a la baja en la senda de recuperación que se proyecta para las importaciones en 2024 y en el resto del horizonte de proyección. En conjunto, estos dos elementos relacionados con el sector exterior implican una revisión al alza del crecimiento del PIB de 0,1 pp en 2024.

**La revisión al alza del crecimiento previsto para 2025 y 2026 se debe, principalmente, a dos factores.** Por un lado, los nuevos supuestos técnicos contemplan unos tipos de interés en el futuro más reducidos que los anticipados en junio y, por tanto, acarrearán unas condiciones financieras más favorables para el dinamismo de la actividad a lo largo del horizonte de proyección. Por otro lado, y al igual que en 2024, se contempla una aportación de la demanda externa neta al avance del producto ligeramente por encima de la prevista anteriormente, debido tanto a un dinamismo de las exportaciones de servicios turísticos algo superior al esperado en junio —en consonancia con una prolongación del proceso de diversificación geográfica y estacional en la afluencia de turistas internacionales mencionado anteriormente— como a un menor incremento de las importaciones.

**Respecto al mercado laboral, la creación de empleo se prolongará a lo largo del horizonte de proyección, aunque a un ritmo inferior al de los últimos trimestres.** En particular, se prevé que, frente al incremento del 1,9 % registrado en 2023, el empleo —medido en términos de horas trabajadas— aumente un 1,8 % en 2024, un 1,7 % en 2025 y un 1,1 % en 2026 (véase cuadro 3). Estos avances, menores que los proyectados para la actividad, favorecerán un incremento de la productividad, cuyo dinamismo ha sido relativamente modesto durante los últimos trimestres (véase gráfico 4.a).

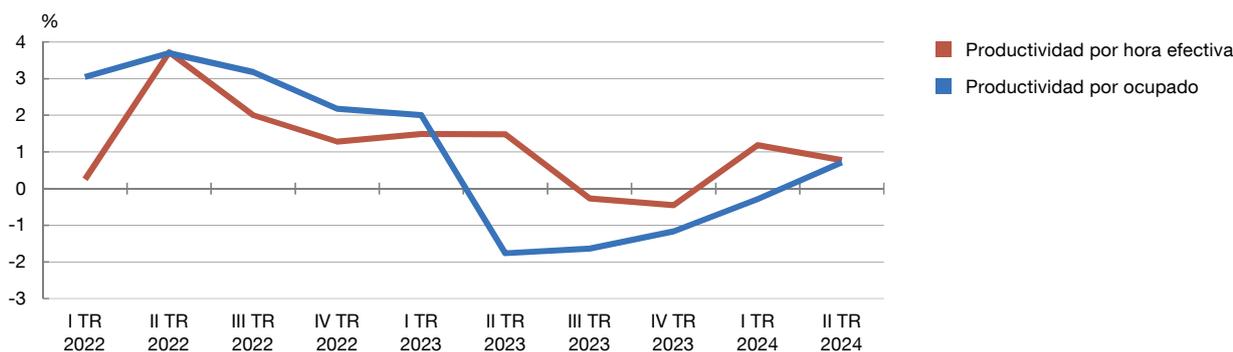
**La tasa de paro continuará reduciéndose gradualmente en los próximos años.** La intensidad con la que esta seguirá disminuyendo durante el horizonte 2024-2026 se verá limitada por la moderación proyectada en el ritmo de creación de empleo y por el notable dinamismo previsto para la población activa —debido a unos flujos de inmigración relativamente elevados— (véase gráfico 4.b). Además, esta conjunción de factores se produciría en un contexto en el que el envejecimiento progresivo de la población trabajadora podría estar detrayendo fluidez al mercado

---

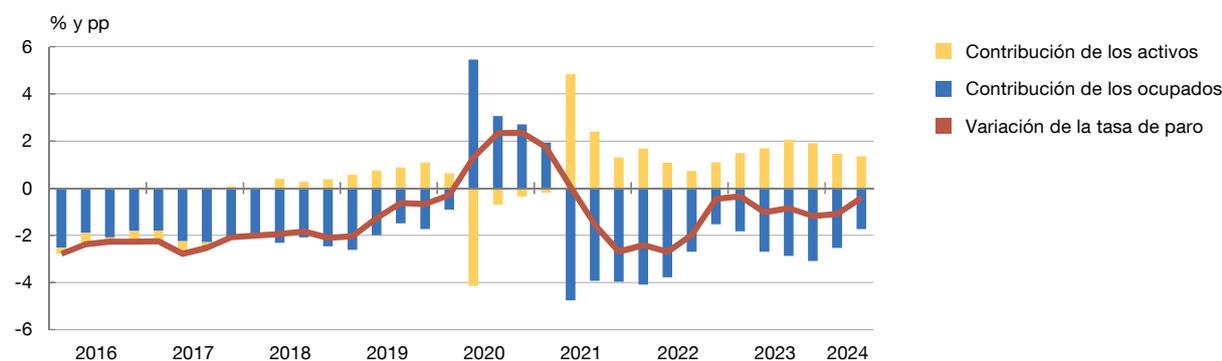
10 Asociado a este fenómeno, la economía española podría mostrar en un futuro una mayor resiliencia que otras economías de nuestro entorno ante posibles perturbaciones externas que afectaran a los precios de las materias primas energéticas. Véase Rubén Domínguez-Díaz y Samuel Hurtado. (2024). “[Green energy transition and vulnerability to external shocks](#)”. Documentos de Trabajo, 2425, Banco de España.

Gráfico 4

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



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



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Datos desestacionalizados.

laboral<sup>11</sup> y en el que algunos indicadores apuntarían a un deterioro de su capacidad para emparejar empresas y trabajadores. En este sentido, es destacable el estancamiento que se ha observado desde hace un año en el *stock* de parados de larga duración —en el entorno de 1,1 millones de personas y con una incidencia que exhibe cierta resistencia a caer por debajo del 40 %—. Esto podría sugerir que una buena parte del *stock* de desempleados existente es de carácter estructural, lo que dificultaría su reducción mediante avances de la actividad de naturaleza cíclica. Como resultado de todo ello, la tasa de paro de la economía española permanecerá aún cercana al 11 % en 2026.

## Evolución prevista de la inflación y los costes laborales

**La inflación general ha descendido de manera apreciable en los últimos meses.** La tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en agosto en

11 Brindusa Anghel y Sergio Puente. (2024). “El impacto del envejecimiento poblacional en los flujos de entrada y salida en el mercado de trabajo español”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T3, 07.

el 2,4 %, 1,4 pp por debajo del nivel alcanzado en mayo. Este descenso se explica, principalmente, por la desaceleración experimentada por los precios de la energía y de los alimentos, que fue superior a la contemplada en el ejercicio de proyecciones de junio, especialmente en el caso de los alimentos<sup>12</sup>.

**Los precios energéticos moderaron su crecimiento por el abaratamiento de los carburantes y por el descenso del precio de la electricidad registrado en julio.** En las medidas aprobadas a finales del año pasado, el tipo del IVA de la electricidad quedó fijado en el 10 % durante 2024, salvo en un escenario en el que el precio medio mensual del mercado mayorista se situase por debajo de 45 €/MWh, en cuyo caso el tipo del IVA del mes siguiente ascendería al 21 %, contingencia que se cumplió entre febrero y mayo. Sin embargo, en junio el precio medio mensual del mercado mayorista estuvo por encima de dicho umbral, lo que dio lugar a una caída del tipo del IVA en el mes de julio. En cualquier caso, cabe mencionar que en dicho mes también se produjo el retorno al 5,1 % del tipo del impuesto especial sobre la electricidad —situado en el 3,8 % desde abril—, lo cual compensó parcialmente el efecto de la disminución del tipo del IVA sobre el precio de la electricidad.

**La desaceleración de los precios de los alimentos, que se ralentizó en mayo y junio, volvió a intensificarse a partir de julio.** Este fue especialmente el caso de los alimentos frescos, afectados por un efecto base significativo derivado del repunte que sus precios habían experimentado en julio de 2023 como consecuencia de unas condiciones meteorológicas adversas. En lo que respecta a los alimentos elaborados, su desaceleración ha proseguido en los últimos meses, aunque a un ritmo más lento que el observado al inicio de 2024. Productos como la carne y el pescado procesado han sido los que más han contribuido a la reciente desaceleración de los precios de los alimentos, mientras que el aceite de oliva ha registrado una importante moderación en sus precios de origen desde los máximos alcanzados en febrero y, además, a partir de julio ha sido reclasificado como alimento esencial, motivo por el cual el IVA asociado a este producto disminuyó desde el 5 % al 0 %.

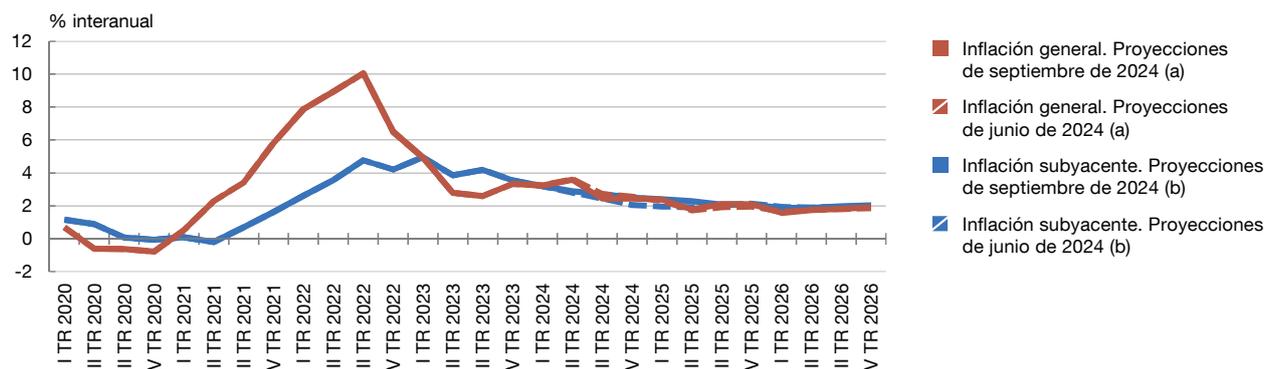
**La inflación subyacente se situó en agosto en el 2,8 %, 0,2 pp por debajo de su nivel de mayo.** La trayectoria de la inflación subyacente reflejó, principalmente, la evolución de la inflación del componente de servicios. Esta última disminuyó en 0,2 pp entre mayo y agosto —hasta un 3,7 %—, una desaceleración menor que la prevista en el ejercicio de proyecciones de junio. Por su parte, el incremento interanual de los precios de los bienes industriales no energéticos se moderó en 0,4 pp entre mayo y agosto —hasta un 0,6 %—. Entre las partidas de los servicios, destacó la moderación de la inflación asociada a los paquetes turísticos y a los servicios de

---

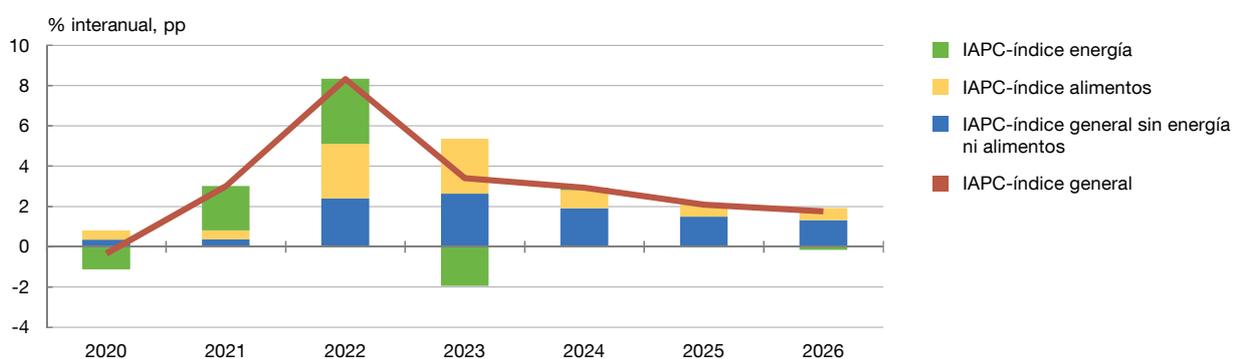
12 La sorpresa en el componente de alimentos halla su explicación, fundamentalmente, en la prórroga del IVA reducido de los alimentos esenciales y la rebaja del tipo del aceite de oliva, medidas anunciadas con posterioridad al cierre del ejercicio de previsiones de junio. En concreto, en el Real Decreto-ley 4/2024, de 26 de junio, el Gobierno aprobó mantener el IVA de las pastas y aceites de semillas en el 5 % hasta septiembre, incrementarlo al 7,5 % entre octubre y diciembre y volver al 10 % a partir de enero. En el caso de los alimentos esenciales, se aprobó mantener el IVA en el 0 % hasta septiembre, incrementarlo al 2 % entre octubre y diciembre y retornar a un IVA del 4 % a partir de enero. Esta senda de tipos de IVA se aplicará en los próximos meses también al aceite de oliva, dado que se aprobó su consideración como alimento esencial a partir de julio. En el ejercicio de proyecciones de junio se asumía que el IVA de las pastas y aceites (incluido el de oliva) volvería al 10 % a partir de julio y que el de los alimentos esenciales se situaría en el 4 % a partir de dicho mes.

Gráfico 5

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



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



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Medida con el IAPC.

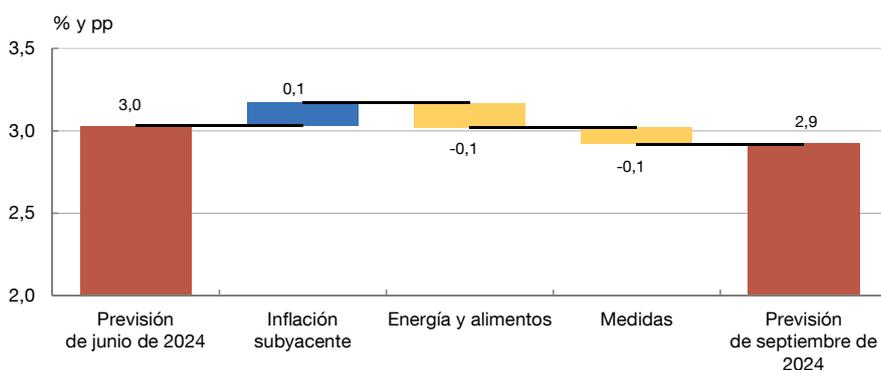
b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

alojamiento en julio —tras su notable repunte en mayo—, si bien esta se aceleró ligeramente de nuevo en agosto. Entre los bienes industriales no energéticos, cabe reseñar la aceleración de los precios de los automóviles y de los equipos de procesamiento de información, mientras que, en sentido contrario, destacó la desaceleración de los precios de los aparatos y productos para el cuidado personal. Por otra parte, el impacto de las rebajas volvió a añadir volatilidad al ritmo de crecimiento de los precios de las prendas de vestir, como viene ocurriendo en los últimos períodos.

**La inflación general se mantendrá en torno a los niveles actuales —o ligeramente por encima de estos— en el tramo final de este año y a comienzos de 2025 y retomará su senda de desaceleración a partir de entonces** (véase gráfico 5.a). En particular, la inflación general se reducirá gradualmente desde el 3,4 % observado en el promedio de 2023 hasta el 2,9 % en 2024, el 2,1 % en 2025 y el 1,8 % en 2026. La ralentización en el ritmo de avance de los precios prevista para 2025 y 2026 reflejaría, en su mayor parte, una moderación paulatina de la inflación de los alimentos y de la inflación subyacente (véase gráfico 5.b).

Gráfico 6

## 6.a Cambios en la previsión de la inflación en 2024



FUENTE: Banco de España.

**La moderación proyectada para la inflación de los alimentos es coherente con la evolución prevista para los precios de producción de estos bienes y para los precios de las materias primas alimenticias de acuerdo con los mercados de futuros.** Además, de cara a los próximos meses, la mejora de la producción agrícola, en relación con la registrada la temporada anterior —marcada por condiciones meteorológicas adversas—, también contribuirá a reducir las presiones inflacionarias. En cualquier caso, es preciso señalar que la desaceleración de la inflación de los alimentos previsiblemente se interrumpirá de forma temporal en octubre, como consecuencia de la reversión parcial de la reducción de la tasa del IVA de los productos alimenticios básicos, y de nuevo en enero de 2025, con la reversión completa de dicha reducción.

**La inflación subyacente seguirá moderándose a lo largo de este año y, en promedio, se situará en el entorno del 2 % en el bienio 2025-2026.** En concreto, tras alcanzar el 4,1 % en el promedio de 2023, esta se reducirá hasta el 2,8 % en 2024, el 2,2 % en 2025 y el 1,9 % en 2026. Entre los factores que explican dicha evolución destacaría la moderación prevista en el ritmo de avance de la demanda y de los costes de producción a lo largo del horizonte de proyección. En sentido contrario, la eliminación de los descuentos vigentes en el transporte público, prevista para principios de 2025, presionará al alza la tasa de inflación subyacente en dicho ejercicio.

**En comparación con las anteriores proyecciones, las actuales incorporan una ligera revisión a la baja de la inflación general en 2024 y al alza en 2025.** En 2024, el cambio responde, fundamentalmente, a la menor contribución al avance de los precios que se espera ahora por parte del componente alimenticio y energético, aspecto que se ve parcialmente compensado por una revisión al alza de la inflación subyacente. En particular, los menores precios observados recientemente en los componentes de alimentos y energía, así como las perspectivas más favorables sobre la evolución futura de los precios del petróleo —que más que compensan los mayores precios mayoristas esperados ahora para la electricidad—, implican una revisión a la baja de 0,1 pp en la tasa de inflación media de 2024 (véase gráfico 6.a). Además, la prolongación de la reducción del IVA de los alimentos esenciales y la incorporación del aceite de

oliva a este grupo conllevan un descenso adicional de 0,1 pp en la tasa de inflación general de 2024. En sentido contrario, las sorpresas al alza que se han producido recientemente en la inflación subyacente se traducen en una revisión de su senda futura que acarrea un aumento de 0,1 pp en la tasa de inflación general promedio de 2024. Con respecto a 2025, la inflación general se revisa al alza en una décima, como consecuencia de una tasa de inflación subyacente en ese año algo superior a la prevista en junio y por la reversión completa, en dicho ejercicio, de la reducción del IVA de los alimentos esenciales.

## Principales riesgos en torno a estas proyecciones

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

**A nivel global, las elevadas tensiones geopolíticas actuales continúan siendo la principal fuente de riesgo.** Entre otras, las asociadas a los conflictos bélicos de Ucrania y la Franja de Gaza, las relacionadas con los últimos resultados electorales de Francia y Alemania —así como con las próximas elecciones presidenciales en Estados Unidos— y las vinculadas con las crecientes tensiones comerciales que se observan a escala mundial. Tanto una eventual escalada de los conflictos bélicos en curso como una mayor fragmentación comercial implicarían riesgos a la baja sobre la actividad y al alza sobre los precios. Por otra parte, la mayor incertidumbre sobre las políticas económicas presentes y futuras que podría derivarse de algunos procesos electorales probablemente presionaría a la baja tanto el crecimiento económico como la inflación.

**Otra fuente significativa de incertidumbre que afecta al escenario central de estas proyecciones tiene que ver con los mercados financieros internacionales.** En un contexto en el que se mantienen altas valoraciones en numerosos segmentos del mercado, persiste el riesgo de que se produzcan correcciones bruscas en el precio de los activos financieros. La materialización de este riesgo —que podría desencadenarse, por ejemplo, ante una revisión abrupta de las expectativas sobre las sendas futuras de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos o el área del euro, o por un deterioro de las perspectivas económicas en China— podría tener un efecto negativo sobre la actividad económica global y, por ende, sobre la inflación. En este sentido, el episodio de inestabilidad que se produjo a principios de agosto en los mercados financieros internacionales —asociado a una sorpresa negativa en los datos de empleo en Estados Unidos y a un aumento inesperado de los tipos de interés oficiales en Japón—, si bien fue de naturaleza transitoria, puso de manifiesto la considerable sensibilidad que los mercados financieros y el valor de muchos de los activos cotizados presentan en la actualidad ante posibles perturbaciones o cambios en las expectativas macrofinancieras.

**Por otro lado, sigue existiendo una notable incertidumbre en torno a la velocidad con la que el proceso desinflacionario podría discurrir a lo largo del horizonte de proyección, en un contexto en el que la inflación subyacente —y, en particular, la de los servicios— ha venido mostrando una mayor persistencia que la inicialmente prevista.** De cualquier manera, cabe reseñar que la última información disponible proporciona un cierto alivio ante los

riesgos al alza que, en los últimos trimestres, han caracterizado la senda prevista de inflación, especialmente en el caso español. En concreto, en la primera mitad de este año se ha apreciado un descenso de la deriva salarial —es decir, de la diferencia entre el incremento de la remuneración media por asalariado y el de los salarios negociados en convenios— más acusado que el anticipado unos meses atrás<sup>13</sup>, un desarrollo que se ha visto complementado por un incremento —también mayor de lo previsto— de la productividad aparente del trabajo<sup>14</sup> y que ha redundado en una considerable moderación de los costes laborales unitarios. Por su parte, si bien los márgenes empresariales han evolucionado aproximadamente en línea con lo esperado, reflejando una cierta estabilidad desde el tramo final de 2023, la información procedente de la EBAE<sup>15</sup> apunta a que las empresas prevén reducir sus precios de venta a un año vista de forma más intensa de lo contemplado a finales de 2023 y en el primer semestre de 2024. En cualquier caso, como ya se ha mencionado, la notable resistencia a la baja que la inflación de los servicios ha venido mostrando en los últimos meses recomienda cautela antes de dar por doblegado el actual episodio inflacionista.

**En el ámbito nacional, cabe destacar la incertidumbre que persiste sobre la evolución futura del consumo de los hogares y de la inversión empresarial, toda vez que estos componentes de la demanda han mostrado un comportamiento más débil de lo esperado en los últimos trimestres y que, de cara al futuro, se anticipa una reducción paulatina de la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento.** La dinámica futura del consumo y de la inversión estará muy condicionada, entre otros factores, por la evolución que presenten la confianza de los agentes económicos y el nivel de incertidumbre sobre el escenario macrofinanciero global y nacional y sobre las políticas económicas, así como por el grado de transmisión y los efectos del endurecimiento de la política monetaria global en 2022-2023 y de la relajación de esta que empieza a producirse. Otro factor clave en la evolución de la inversión empresarial está relacionado con el ritmo de ejecución y el impacto de los proyectos asociados al programa NGEU, aspectos que también determinarán de manera fundamental el comportamiento futuro de la productividad y de los salarios en nuestro país.

**Finalmente, en el ámbito fiscal, las estimaciones del Banco de España apuntan a que, para cumplir con las nuevas reglas fiscales europeas, sería necesario implementar en nuestro país, durante los próximos años, un ajuste presupuestario de en torno a 0,5 pp del PIB al año.** Este ajuste fiscal no está incorporado en las actuales proyecciones, pues aún no existe suficiente concreción acerca de las medidas de ingresos y gastos que se desplegarían como parte de él. No obstante, la eventual implementación de un programa de ajuste estructural de medio plazo de la magnitud señalada acarrearía, previsiblemente, un menor grado de dinamismo de la actividad a lo largo del horizonte de proyección que el contemplado en el actual

13 En un contexto en el que no se han registrado sorpresas significativas en la negociación colectiva, la remuneración por asalariado en la economía de mercado habría aumentado, entre el último trimestre de 2023 y el segundo de 2024, en un 2,1%, frente al 2,6% contemplado en el ejercicio de proyecciones de junio.

14 De acuerdo con la información disponible más reciente de la CNTR, entre el último trimestre de 2023 y el segundo de 2024 el crecimiento de la productividad aparente del trabajo habría sido de un 0,8%, frente al 0,1% contemplado en el ejercicio de proyecciones de junio.

15 Alejandro Fernández Cerezo y Mario Izquierdo. (2024). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2024". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T3, 10.

ejercicio de previsiones. En cualquier caso, el diseño y la ejecución de dicho plan constituirían una palanca fundamental para reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas y la confianza de los agentes económicos en nuestra economía. En este sentido, en su última **declaración de política monetaria** —acordada por el Consejo de Gobierno en su reunión de septiembre—, el BCE ha destacado que «aplicar de forma plena, transparente y sin demora el marco de gobernanza económica revisado de la UE debería ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida. Los Gobiernos deberían dar ahora pasos decididos en esa dirección en sus planes fiscales y estructurales a medio plazo».