

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

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

### Principales factores condicionantes y supuestos que subyacen a las proyecciones

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

---

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

Cuadro 1

## Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

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

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

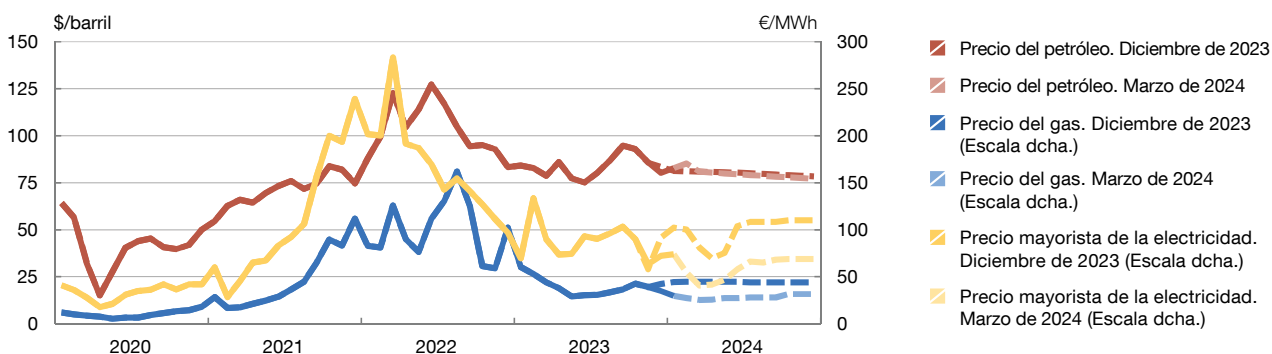
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: cuarto trimestre de 2023.

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

b Media anual.

Gráfico 1

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



FUENTES: Mercado Ibérico del Gas, OMIE y Reuters.

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

**Supuestos sobre la evolución futura de los tipos de interés.** De acuerdo con las expectativas de los mercados financieros internacionales<sup>2</sup>, las sendas previstas para los tipos de interés de

2 Los supuestos relativos a las sendas futuras de los tipos de interés de mercado —al igual que sucede en el caso de los precios del petróleo y de otras materias primas— están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre de la información —que, en este caso, es el 15 de febrero—.

Cuadro 2

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

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

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

**FUENTES:** Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 9 de febrero para los mercados de exportación de España y 15 de febrero para el resto de las variables. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro* de marzo de 2024.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

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

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

## Supuestos sobre la política fiscal en España.

- Los nuevos supuestos fiscales incorporan la extensión a 2024 —aprobada a finales de diciembre del año pasado— de parte de las medidas de apoyo frente al repunte de la inflación vigentes en 2023. En particular, además de la extensión de algunas medidas ya anticipada en el ejercicio de proyecciones de diciembre —como la de las subvenciones al transporte de viajeros o la de la rebaja del IVA de los alimentos hasta junio—, también se incluye la extensión parcial de las rebajas impositivas a la energía a partir de enero<sup>3</sup>. Asimismo, se ha incluido en este ejercicio la prórroga del impuesto a las grandes fortunas<sup>4</sup>. En conjunto, se estima que, con respecto a la previsión de diciembre, estas nuevas medidas elevarían en dos décimas de PIB el déficit público en 2024, mientras que apenas tendrían efecto en los dos años siguientes.
- Los supuestos sobre los gastos y las inversiones financiadas con los fondos europeos del programa *Next Generation EU* (NGEU) se mantienen sin cambios con respecto al ejercicio de proyecciones de diciembre. De este modo, se prevé que su impacto máximo sobre el nivel de PIB de la economía española se materialice en los años 2025 y 2026.
- Con todo, el tono de la política fiscal —teniendo en cuenta el efecto del programa NGEU— previsto en este ejercicio de proyecciones es ligeramente contractivo en 2024, aunque menos de lo contemplado en el ejercicio de diciembre. En el resto del horizonte de proyección, y en ausencia de medidas adicionales, el tono de la política fiscal sería prácticamente neutral. A este respecto, es importante tener en cuenta que la aplicación de las **nuevas reglas fiscales europeas** implicará la necesidad de un tono contractivo a partir de 2025.

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

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

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

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

## Evolución prevista para la actividad

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

**La información coyuntural más reciente sugiere que el dinamismo de la actividad económica española se habría ralentizado ligeramente en el primer trimestre de este año.** En particular, a la luz de esta información, en el arranque de 2024 el consumo privado mantendría un ritmo de crecimiento similar al del cuarto trimestre del año pasado, mientras que la inversión empresarial seguiría mostrando una cierta debilidad. Además, tras el fuerte crecimiento que registraron en el último trimestre de 2023, tanto el consumo público como los inventarios perderían vigor. En concreto, en el caso de los inventarios, la evidencia más reciente sugiere que, un trimestre después de que estos muestren una elevada contribución positiva al crecimiento, es frecuente que la aportación de la variación de existencias al avance del producto sea negativa<sup>7</sup>. Con todo, el análisis conjunto de los distintos **indicadores disponibles para el primer trimestre de este año** —entre otros, la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), los datos de afiliación a la Seguridad Social y los índices de gestores de compras— resulta compatible con una desaceleración del ritmo de avance del PIB durante este período hasta el 0,4 % intertrimestral.

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

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

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

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

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

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

Cuadro 3

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

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

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

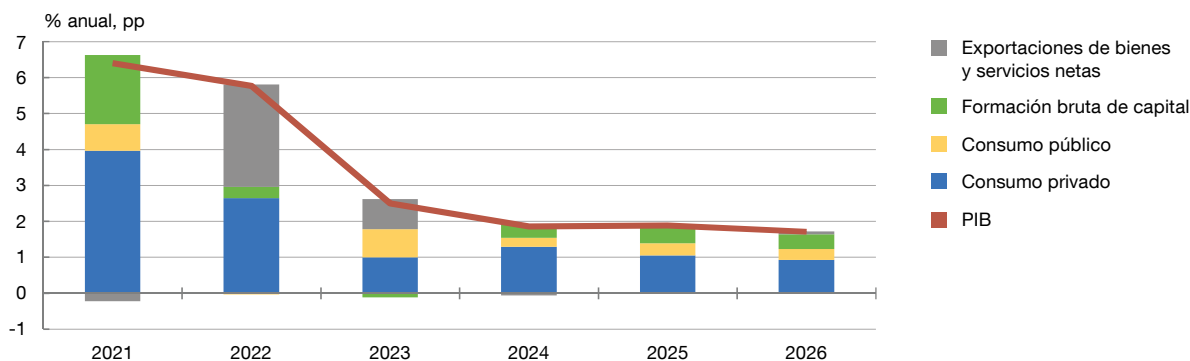
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

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

Gráfico 2

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

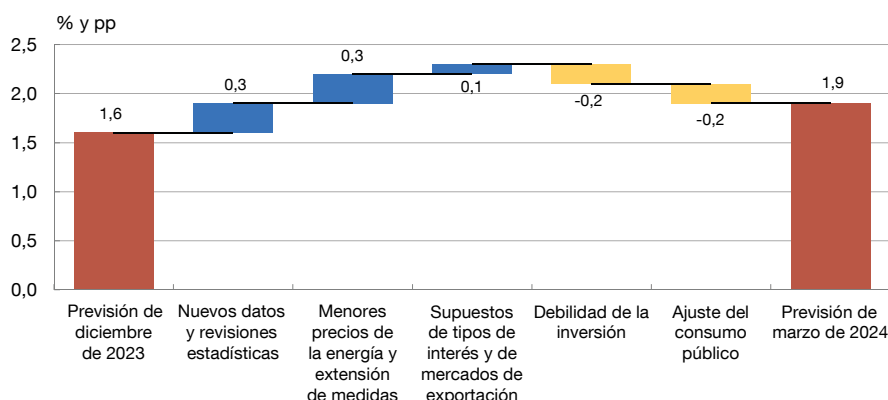


FUENTE: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



Gráfico 3

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

- Respecto a lo proyectado en diciembre, los menores precios de la energía que se han observado en los mercados internacionales en los últimos meses, unas perspectivas más favorables en cuanto a su evolución futura y la retirada más gradual de lo anticipado de las medidas desplegadas por las autoridades para combatir los efectos del episodio inflacionista contribuyen también a una revisión al alza del crecimiento del PIB en 2024.
- De acuerdo con los supuestos técnicos más recientes, se proyecta ahora una senda más baja para los tipos de interés. Esta revisión, a través de unas condiciones de financiación más favorables para los agentes, también supone un mayor impulso para la actividad económica a lo largo de este año<sup>8</sup>.
- La debilidad que la formación bruta de capital fijo ha mostrado en los últimos trimestres, junto con las perspectivas más negativas de las empresas de cara al primer trimestre del año en comparación con lo esperado hace tres meses —de acuerdo con la información procedente de la EBAE—, conlleva un menor dinamismo de la inversión en un futuro más inmediato y, por tanto, un menor crecimiento del PIB en 2024 respecto a lo proyectado en diciembre.
- El elevado dinamismo del consumo público de los últimos meses de 2023 implica un nivel de gasto por parte de las Administraciones Públicas al cierre del año significativamente mayor que el contemplado en diciembre y, asociado a ello, la existencia de un menor

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

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

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

### Evolución prevista para los precios y los costes

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

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

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

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

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

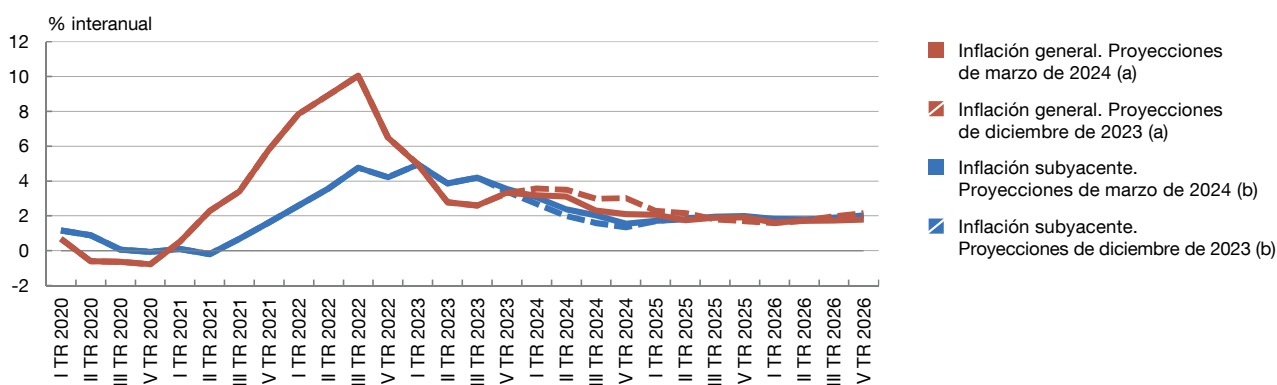
**Los precios de los alimentos prolongarán su moderación a lo largo del horizonte de proyección** (véase gráfico 4.b). El principal elemento que explica la ralentización prevista en las presiones inflacionistas de los alimentos es la disminución de los costes de varios de sus insumos productivos más importantes —como la energía y los fertilizantes—, descenso que también se está viendo reflejado en los precios de las materias primas alimentarias. Por otro lado, la extensión de la rebaja del IVA de los alimentos hasta junio de 2024 contribuirá a contener los precios de los alimentos en la primera mitad del año, aunque los presionará levemente al alza en el segundo semestre<sup>10</sup>.

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

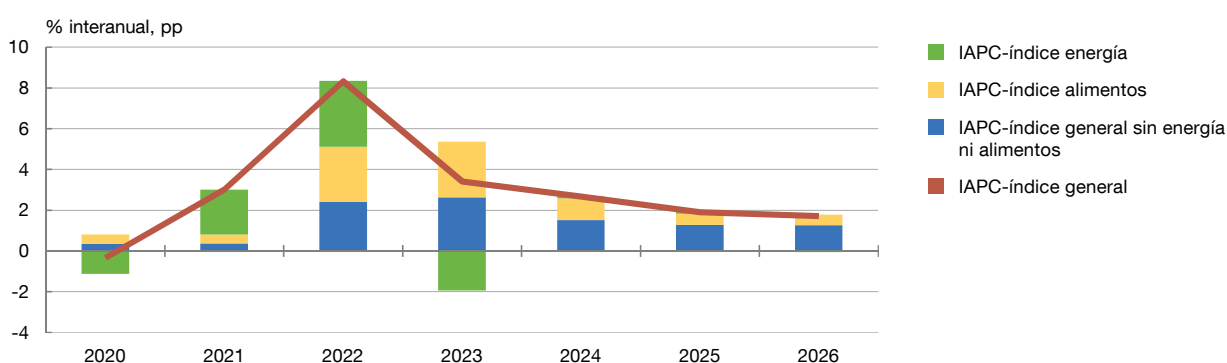
10 Se asume, de acuerdo con las medidas aprobadas por el Gobierno, que en julio de este año el IVA de ciertos productos alimentarios de primera necesidad volverá al 4 % (desde el 0 % actual), y el de otros productos alimentarios, al 10 % (desde el 5 % actual). Este supuesto ya estaba incorporado en las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

Gráfico 4

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



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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Medida con el IAPC.

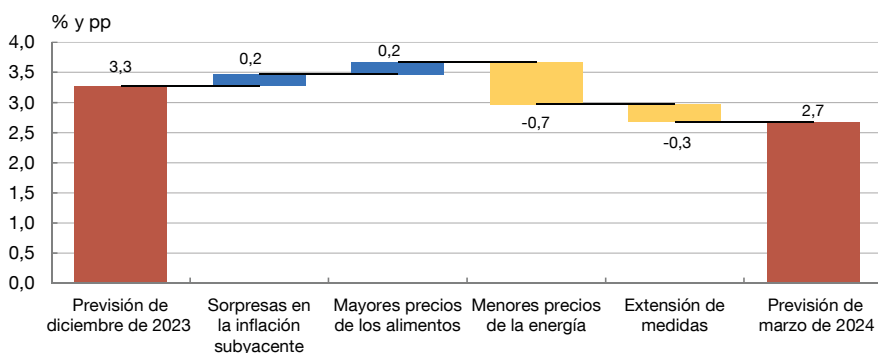
b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

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

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

Gráfico 5

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

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

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

- Los menores precios de la energía que se han observado en los últimos meses y las perspectivas más favorables que los mercados de futuros contemplan ahora para la evolución de dichos precios durante los próximos trimestres implican una revisión a la baja de 0,7 pp en la tasa de inflación general promedio en 2024<sup>11</sup>.
- La extensión parcial —no contemplada en las proyecciones de diciembre— de algunas de las medidas desplegadas por las autoridades para mitigar los efectos del episodio inflacionista genera una revisión a la baja de 0,3 pp en la inflación promedio de este año.
- Las sorpresas al alza que se han producido recientemente en la evolución de la inflación subyacente y en la de los alimentos inducen una ligera revisión al alza en las sendas de estas dos rúbricas, de manera que las presiones inflacionistas en estos bienes y servicios son ahora algo más persistentes respecto a lo proyectado en diciembre. Como ya se ha

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

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

### Principales riesgos en torno a estas proyecciones

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

**La principal fuente de riesgo sobre el actual ejercicio de proyecciones sigue siendo, como en anteriores ejercicios, la incertidumbre geopolítica a escala global y, en particular, la posibilidad de una escalada de los conflictos bélicos que están activos en Ucrania y en la Franja de Gaza.** En relación con este último conflicto, el aumento de las tensiones en la zona del mar Rojo a lo largo de los últimos meses ha dado lugar a un marcado repunte de los costes de transporte marítimo y a un aumento de los indicadores que aproximan la gravedad de los cuellos de botella en las cadenas globales de suministros. No obstante, en un contexto en el que el dinamismo de la demanda global es relativamente moderado y no se aprecian señales de congestión significativas en las industrias logísticas y en las cadenas globales de suministro, el impacto de estas perturbaciones sobre la inflación y la actividad estaría siendo, por el momento, limitado<sup>12</sup>. En todo caso, no puede descartarse un escenario más adverso, en el que la persistencia en el tiempo de estas tensiones, o una eventual escalada de estas, diese lugar a perturbaciones de oferta más negativas que presionaran a la baja el ritmo de avance de la actividad y al alza la inflación respecto al escenario central de estas proyecciones. En este sentido, cabe reseñar que, de acuerdo con la EBAE, aproximadamente la mitad de las empresas españolas encuestadas de las ramas industriales y de comercio declaran verse afectadas por estas tensiones.

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

---

12 Viani (2024).

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

**Otras fuentes de incertidumbre significativas sobre el escenario central de estas proyecciones proceden del ámbito nacional y tienen que ver con posibles efectos de segunda vuelta sobre la inflación y con el despliegue de los fondos NGEU.** Por un lado, un aumento de los salarios o de los márgenes empresariales mayor que el anticipado implicaría una senda de inflación más elevada que la contemplada en el escenario central de estas proyecciones. Aunque el ritmo de moderación de la inflación y la evolución de los márgenes y los salarios que se están observando por el momento no apuntan en esa dirección, no puede descartarse por completo la posibilidad de que se produzcan en el futuro procesos de retroalimentación más intensos entre precios y salarios y/o márgenes empresariales, especialmente en un contexto en el que el dinamismo de la remuneración por asalariado está siendo mayor que el correspondiente a los salarios pactados en convenio y el mercado de trabajo está mostrando un notable grado de tensionamiento<sup>13</sup>. En este sentido, el hecho de que, en los últimos meses, la senda de moderación de la inflación subyacente en España haya sido algo menos acusada de lo anticipado obliga a ser cautelosos antes de dar por doblgado el actual episodio inflacionista. Por otro lado, subsisten las dudas en cuanto al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU y a su impacto sobre la actividad. En este sentido, como ya se ha mencionado, en los últimos trimestres la inversión ha sorprendido a la baja en nuestro país. Si esta debilidad se prolongase en el tiempo más allá de lo esperado, esto presionaría a la baja la actividad y la inflación a lo largo del horizonte de proyección.

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

---

13 Ghomi, Hurtado y Montero (2024).