



# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ESPAÑA 2025-2027

ÁNGEL GAVILÁN  
DIRECTOR GENERAL DE ECONOMÍA

**MADRID, 11 DE MARZO DE 2025**



## ÍNDICE

---

1. CONTEXTO GLOBAL
2. EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
3. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2025-2027
4. FOCO DE INTERÉS: LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS



## ÍNDICE

---

1. CONTEXTO GLOBAL
2. EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
3. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2025-2027
4. FOCO DE INTERÉS: LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

## Actividad

El crecimiento mundial se mantiene en línea con el observado en los trimestres previos: relativamente robusto, pero con heterogeneidad por regiones y sectores



## Inflación

Se aprecian algunas señales de estancamiento en el proceso de desinflación a escala global: persiste una cierta resistencia a la baja en la inflación de los servicios y repunta la de la energía



## Incertidumbre

Aumentan de manera significativa la incertidumbre y las tensiones comerciales y geopolíticas a nivel internacional



## Mercados financieros internacionales

A pesar de algunas correcciones recientes, los mercados financieros continúan mostrando valoraciones relativamente elevadas y primas de riesgo reducidas



## Política monetaria

Cierta divergencia entre las políticas monetarias de los principales bancos centrales mundiales, en línea con unas perspectivas heterogéneas de inflación y actividad en sus economías



## Área del euro

El crecimiento sigue siendo modesto y se revisa a la baja en las últimas proyecciones del BCE. Prosigue la moderación de la inflación, si bien con un repunte de la inflación de la energía





## ÍNDICE

---

1. CONTEXTO GLOBAL
2. EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
3. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2025-2027
4. FOCO DE INTERÉS: LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

## Contabilidad Nacional Trimestral de 4T24

- El crecimiento del PIB en 4T24 volvió a sorprender al alza: +0,8% en tasa intertrimestral y +3,5% en tasa interanual
- Este crecimiento estuvo basado en la fortaleza de la demanda interna –con sorpresas al alza en la inversión y el consumo público–, ...
- ... mientras que la demanda exterior neta presentó una contribución negativa al crecimiento mayor de la esperada

-  **Empleo** En 1T25, persiste el buen comportamiento del empleo. Desde la pandemia, el patrón de creación de empleo ha cambiado con respecto al observado en 2013-2019
-  **Actividad Empresarial** La Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) sugiere que la facturación de las empresas se habría mantenido prácticamente estable al inicio de 2025, tras el leve repunte de finales de 2024
-  **Confianza** Los PMI apuntan a una ligera pérdida de dinamismo de la actividad en 1T25, aunque el PMI compuesto y el de servicios siguen en terreno expansivo
-  **Condiciones financieras** El coste del crédito ha disminuido en los últimos meses, impulsando la demanda de financiación de los hogares y las empresas



El análisis de los indicadores disponibles apunta a que el ritmo de avance del PIB en el primer trimestre del año seguiría siendo robusto y podría situarse entre el 0,6% y el 0,7% intertrimestral

## IAPC general

- En los últimos meses, la tasa de inflación general ha repuntado en España, desde el 1,8% registrado en octubre hasta el 2,9% en febrero
- Este repunte, ya anticipado en el ejercicio de proyecciones de diciembre, ha sido algo más intenso de lo esperado, debido a una aceleración del componente energético mayor que la prevista tres meses atrás
- Esta sorpresa al alza en la energía se ha visto parcialmente compensada por el resto de los componentes, que han mostrado menores presiones inflacionistas de las esperadas
- La inflación de los alimentos se mantiene estable en torno al 2,3%, sorprendiendo ligeramente a la baja



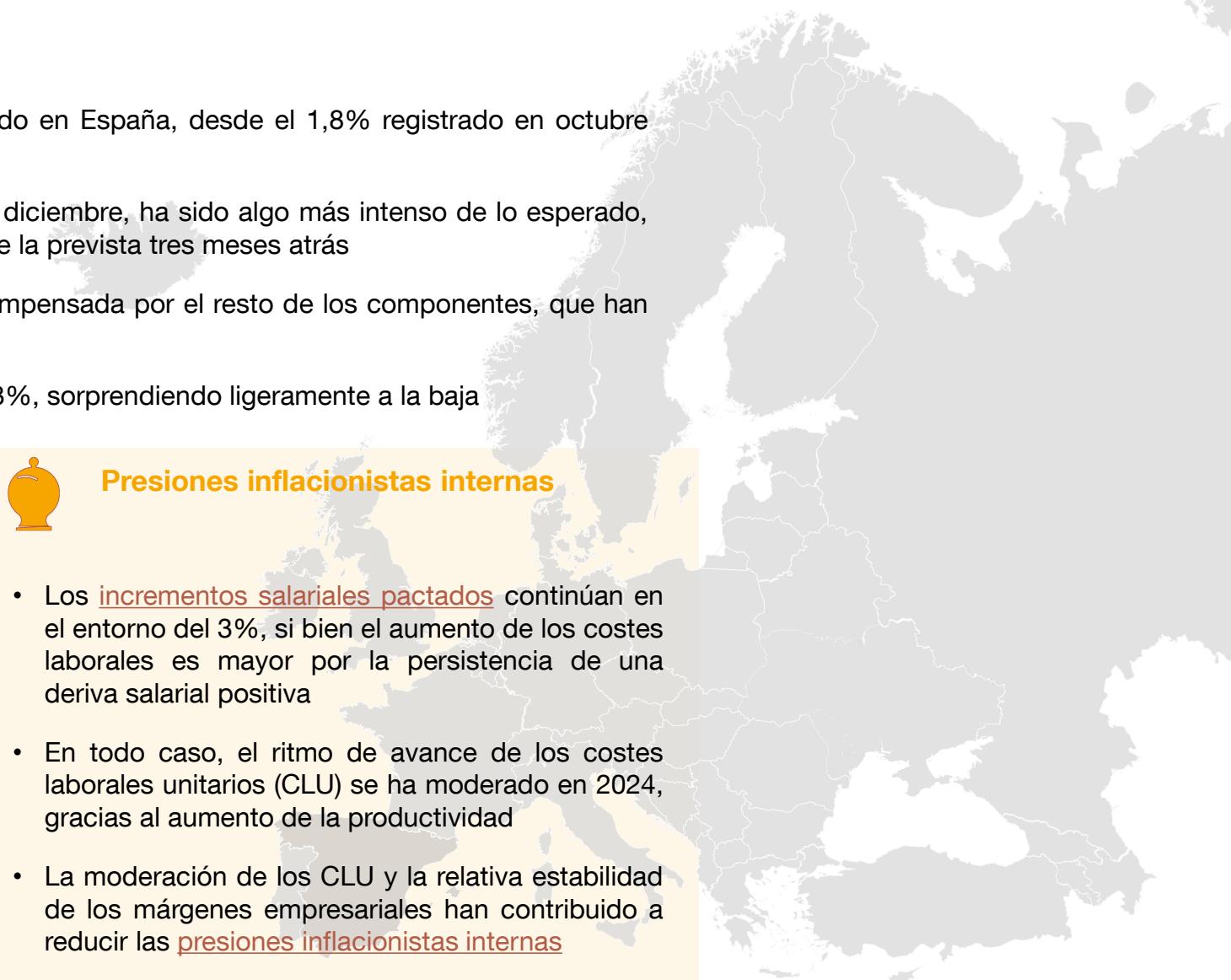
## Inflación subyacente (IAPC sin energía ni alimentos)

- La inflación subyacente se situó en el 2,4% enero, 0,5 pp por debajo de lo previsto en diciembre
- La sorpresa se ha debido a una desaceleración más intensa de la prevista en los bienes industriales no energéticos ...
- ... y a la prolongación de los descuentos al transporte público hasta junio de 2025 (medida no contemplada en diciembre), ...
- ... mientras que los precios del resto de los servicios han seguido mostrando una resistencia a la baja algo mayor de la anticipada



## Presiones inflacionistas internas

- Los incrementos salariales pactados continúan en el entorno del 3%, si bien el aumento de los costes laborales es mayor por la persistencia de una deriva salarial positiva
- En todo caso, el ritmo de avance de los costes laborales unitarios (CLU) se ha moderado en 2024, gracias al aumento de la productividad
- La moderación de los CLU y la relativa estabilidad de los márgenes empresariales han contribuido a reducir las presiones inflacionistas internas





## ÍNDICE

---

1. CONTEXTO GLOBAL
2. EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
3. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2025-2027
4. FOCO DE INTERÉS: LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 2025-2027.  
TABLA RESUMEN

					PROYECCIONES DE MARZO DE 2025 (a)			DIFERENCIAS RESPECTO A LAS PREVISIONES DE DICIEMBRE		
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
<b>PIB</b>	6,7	6,2	2,7	3,2	<b>2,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	0,2	0,0	0,0
<b>Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)</b>	3,0	8,3	3,4	2,9	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,4</b>	0,4	0,0	0,0
<b>IAPC sin energía ni alimentos</b>	0,6	3,8	4,1	2,8	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	-0,1	0,1	0,1
<b>Tasa de paro (% de la población activa). Media anual</b>	14,9	13,0	12,2	11,3	<b>10,5</b>	<b>10,0</b>	<b>9,5</b>	-0,3	-0,4	-0,4
<b>Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)</b>	-6,7	-4,6	-3,5	-3,4	<b>-2,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	0,1	0,1	0,1
<b>Deuda de las AAPP (% del PIB)</b>	115,7	109,5	105,1	101,8	<b>101,3</b>	<b>101,6</b>	<b>101,0</b>	-1,3	-0,9	-0,8

Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: avance del cuarto trimestre de 2024.  
(a) Fecha de cierre de las proyecciones: 21 de febrero de 2025.

Más detalles 



## Revisiones al alza por:

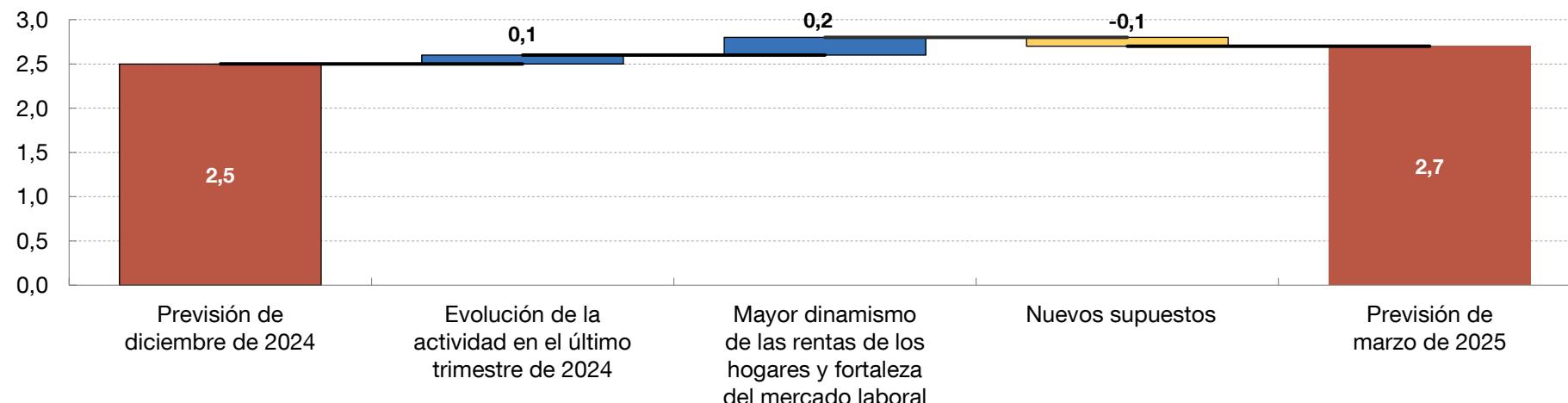
- El efecto arrastre de una evolución de la actividad en 4T24 mejor de la prevista en diciembre (+0,1 pp)
- Unas perspectivas más favorables en cuanto a la evolución de las rentas de los hogares –por nuevos datos para 2H24 y por el continuado vigor del mercado de trabajo– (+0,2 pp)



## Revisiones a la baja por:

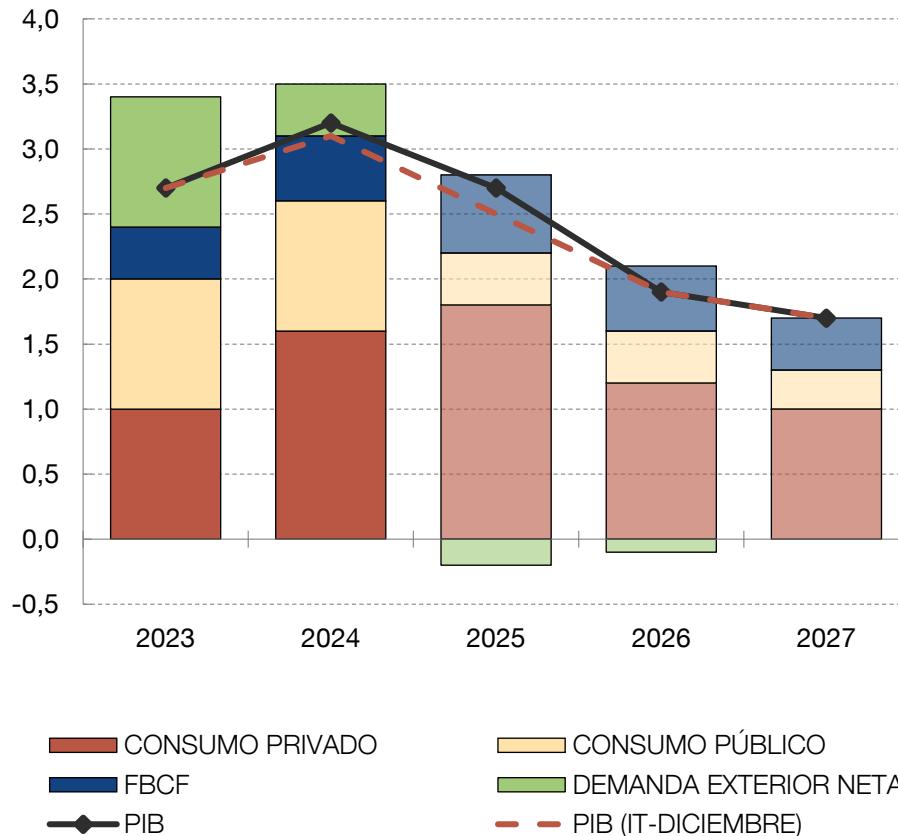
- Nuevos supuestos, algo más desfavorables para el desarrollo de la actividad que los correspondientes a las proyecciones de diciembre (-0,1 pp)
- Fundamentalmente, mayores precios de la energía, una recuperación algo más débil de los mercados de exportación, y unas condiciones de financiación ligeramente más restrictivas

## CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2025



Fuente: Banco de España.

### CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES



#### Consumo privado

- Será la rúbrica que más aporte al crecimiento hasta 2027, gracias a la buena evolución prevista para la renta disponible y el [empleo](#), y al incremento poblacional que se proyecta



#### Consumo público

- Explicó un 39% y un 27% del crecimiento del PIB en 2023 y 2024, respectivamente, pero se espera que modere su aportación al avance de la actividad en los próximos años



#### Inversión

- Aunque se espera una cierta [desaceleración en 1T25](#) (respecto a 4T24), se prevé que la inversión productiva aumente su contribución al crecimiento del PIB en los próximos años, apoyada en el despliegue de los fondos NGEU y en unas [mejores condiciones de financiación](#)
- La [inversión en vivienda](#) también repuntaría

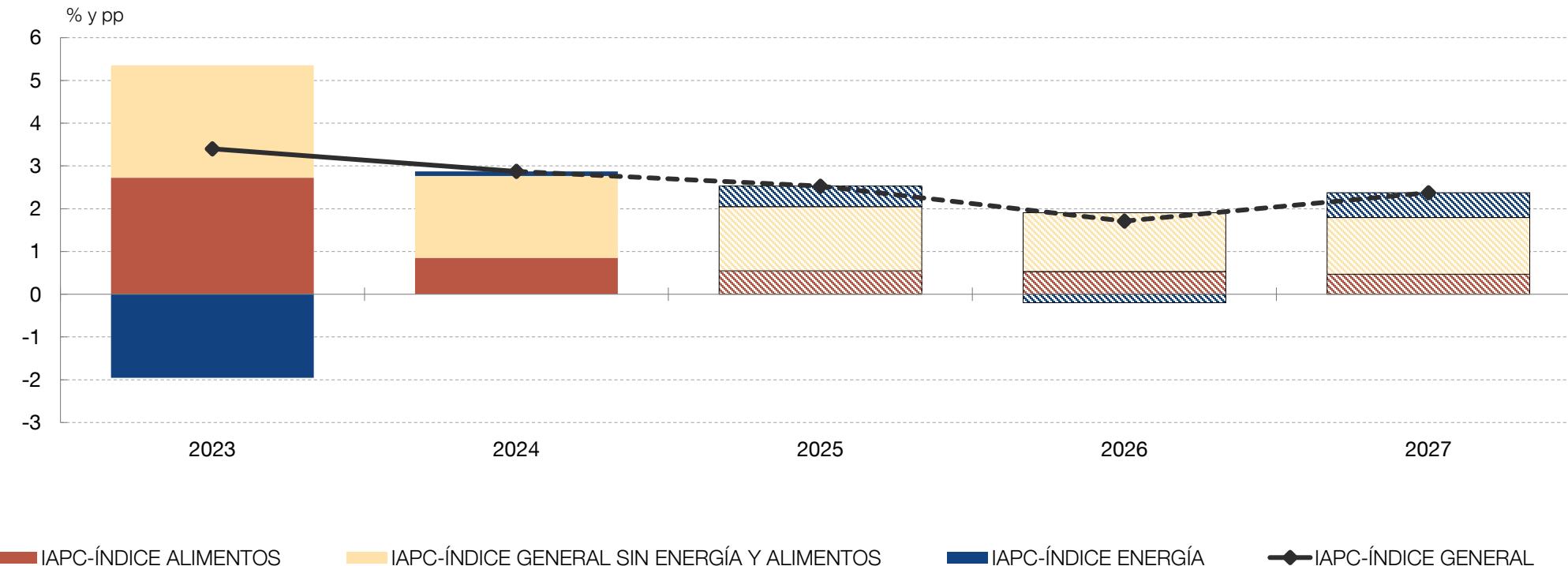


#### Demanda exterior neta

- Se proyecta una [desaceleración gradual](#) de las exportaciones de servicios –muy dinámicas en los últimos años– y una recuperación de las exportaciones de bienes –por mejora de los mercados de exportación–
- Mayor dinamismo de las importaciones en el futuro, impulsadas por las propias exportaciones y por el repunte de la inversión

EN LOS PRÓXIMOS MESES, SE ESPERA QUE LA INFLACIÓN GENERAL INICIE UNA SENDA DESCENDENTE HACIA TASAS CERCANAS AL 2%

### CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL ÍNDICE ARMONIZADO DE PRECIOS DE CONSUMO POR COMPONENTES



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

# EL COMPONENTE ENERGÉTICO SERÁ EL PRINCIPAL RESPONSABLE DE LAS FLUCTUACIONES QUE SE PREVÉN EN LA INFLACIÓN GENERAL EN 2025-2027

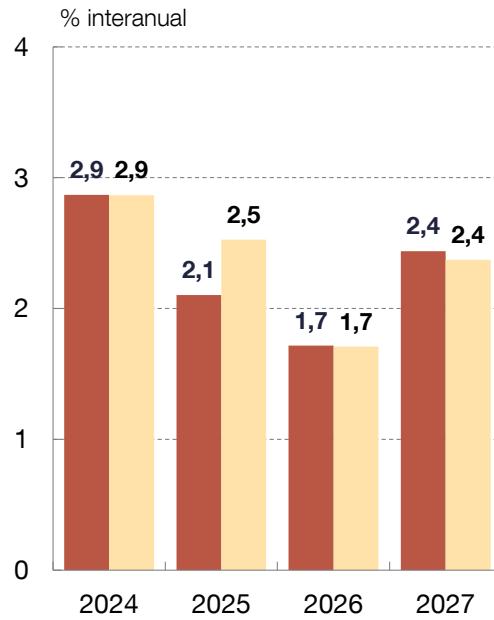


- En 2027, la tasa de inflación general subiría por la introducción prevista de un nuevo régimen de comercio de derechos de emisión en la Unión Europea (EU ETS2)

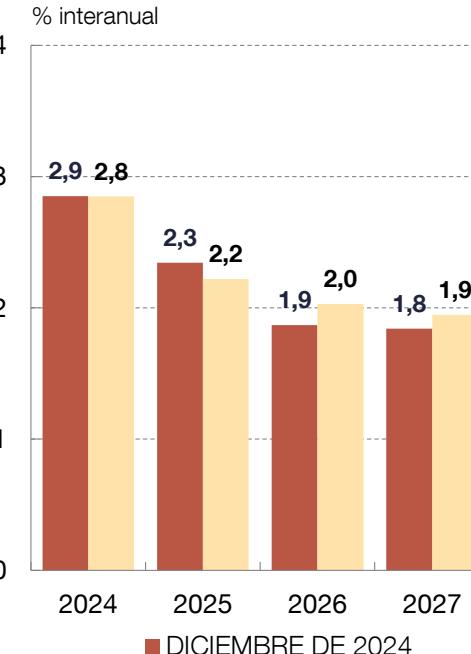


- La moderación que se proyecta para la inflación subyacente y la de los alimentos es coherente con las dinámicas que se observan en los precios industriales y con la creciente generalización, por rúbricas, del proceso desinflacionario

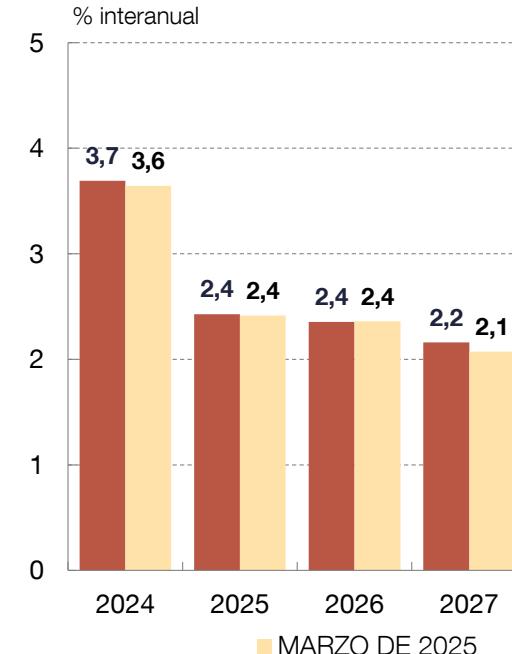
## IAPC GENERAL



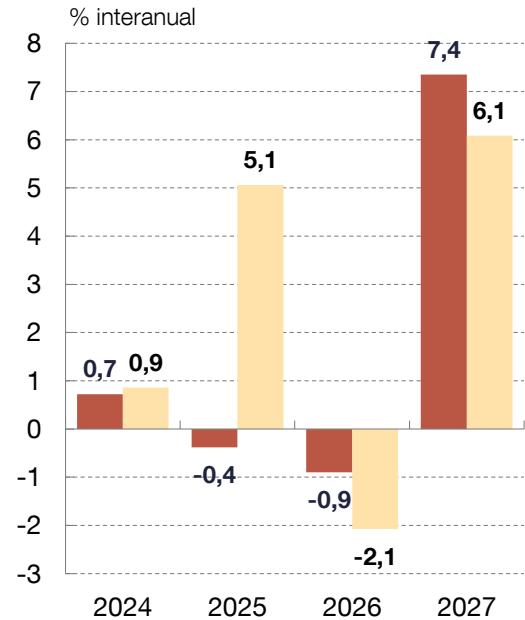
## IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS



## ALIMENTOS



## ENERGÍA



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



**Revisões a la baja por:**

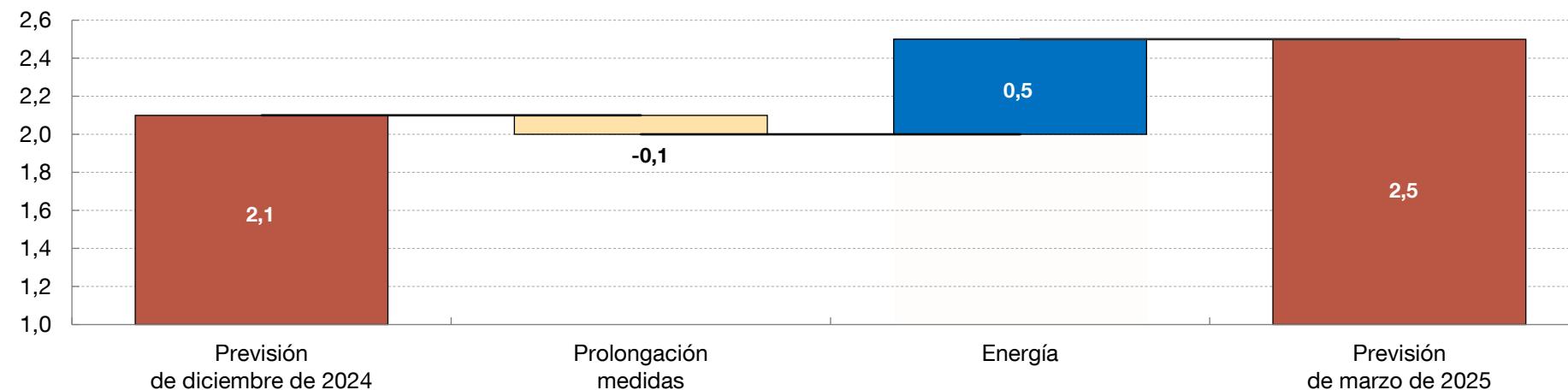
- Extensión de los descuentos en el transporte público hasta junio de 2025, medida no contemplada en el ejercicio de proyecciones de diciembre (-0,1 pp)



**Revisões al alza por:**

- Precios de la energía en los últimos meses mayores de los previstos y senda a futuro más elevada que la anticipada en diciembre (+0,5 pp)

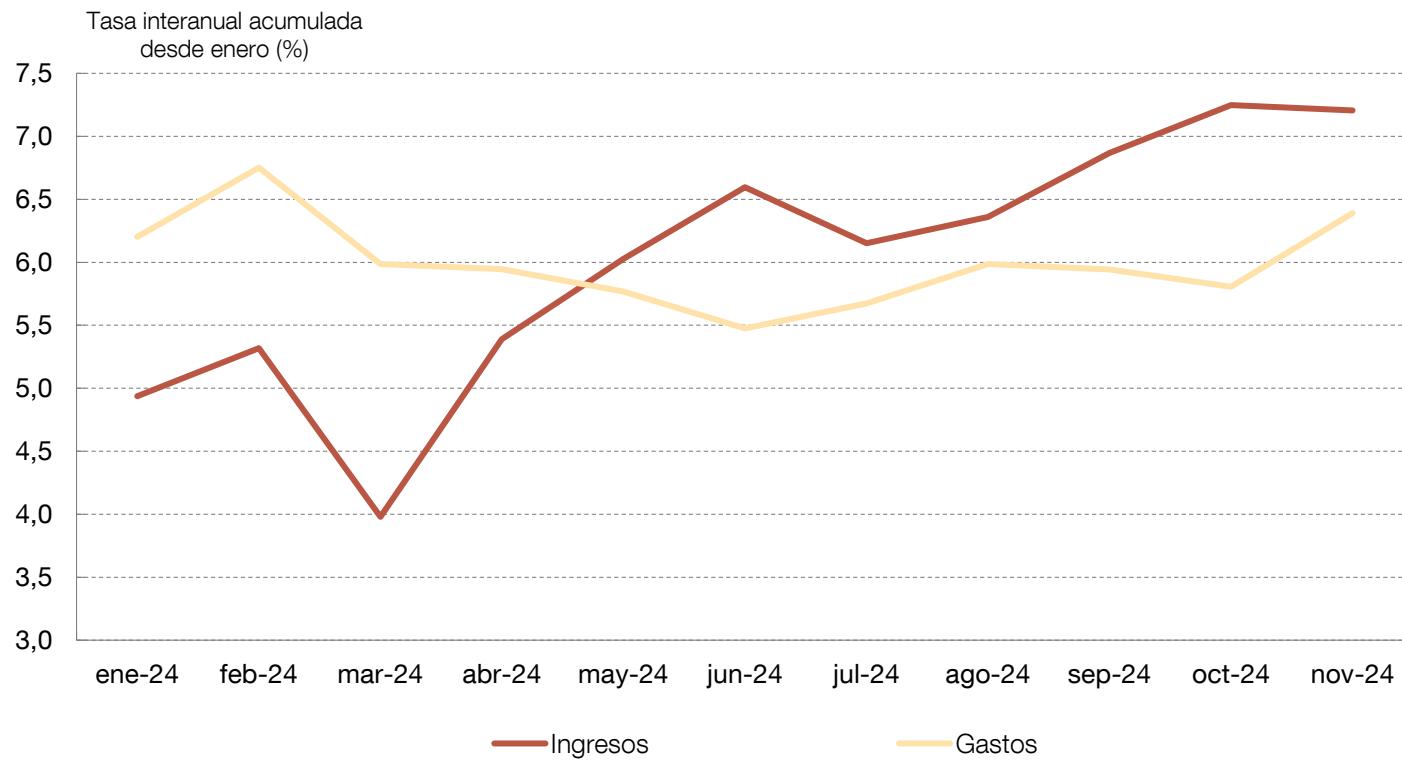
### CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DE INFLACIÓN EN 2025



Fuente: Banco de España.



### EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS Y GASTOS DE LAS AAPP (a)



Fuentes: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España. (a) Excluyendo Corporaciones Locales.

Hasta noviembre, los ingresos públicos (sin CCLL) crecieron un 7,2% interanual, impulsados por ...

- ... el dinamismo de la actividad y, en particular, de las rentas salariales, que han impulsado los ingresos por IRPF un 8,5%
- ... la progresiva eliminación de las rebajas de impuestos aprobadas en respuesta a la crisis energética

Por su parte, los gastos públicos se elevaron un 6,4% interanual, ...

- ... en parte debido a los gastos relacionados con la DANA
- ... pero también al incremento de los gastos por intereses (10%) y en prestaciones sociales (7,2%)

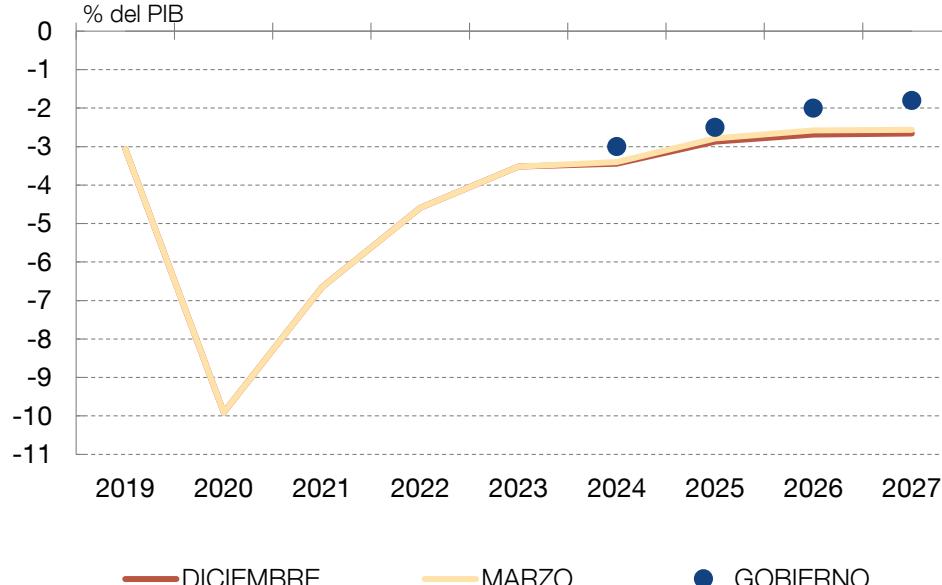


- En 2024, el déficit de las AAPP podría situarse en el entorno del 3,4% del PIB, afectado, en parte, por los gastos extraordinarios vinculados a la DANA y a algunas sentencias judiciales desfavorables para la Administración

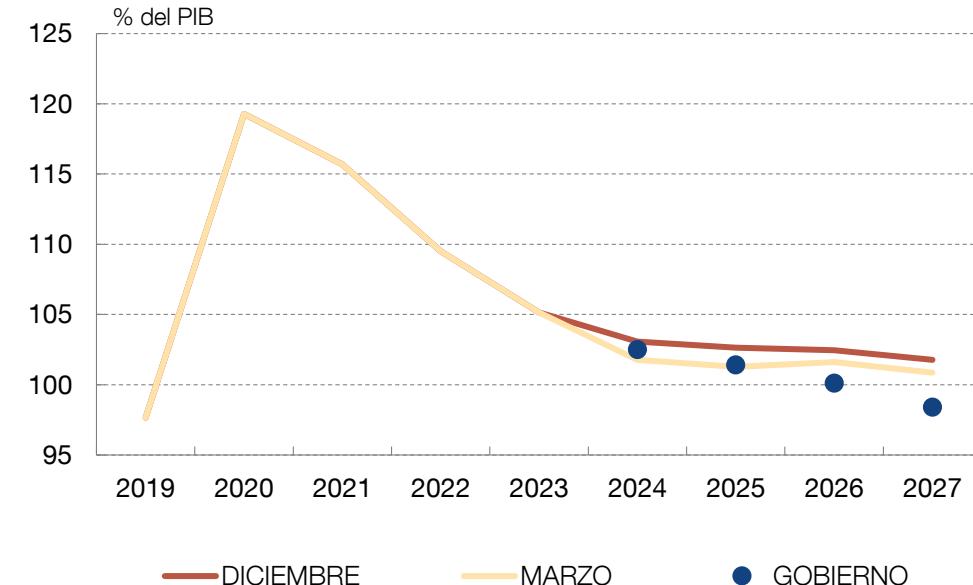


- En 2025-2027, las previsiones del saldo público incorporan el mayor dinamismo de la actividad económica y de las rentas de los hogares
- También la no extensión del gravamen temporal a las empresas energéticas y la prolongación, hasta junio de este año, de las subvenciones al transporte público

## SALDO DE LAS AAPP



## DEUDA DE LAS AAPP



Fuentes: Intervención General de la Administración del Estado, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



## El escenario central de estas proyecciones NO incluye explícitamente

- 
- 
- 

El posible impacto adverso sobre la actividad de los mayores niveles de incertidumbre y de tensiones geopolíticas que se vienen observando a escala global en los últimos meses

Un incremento de los aranceles, por parte de Estados Unidos, a las importaciones provenientes de México, Canadá y la Unión Europea

Un mayor gasto en defensa, en la UE y España, en los próximos años



## Otras fuentes de riesgo

- 
- 
- 

Posibilidad de que puedan llegar a producirse episodios de correcciones bruscas en los mercados financieros

Una mayor sensibilidad de la actividad en España a la debilidad económica que se observa en la UEM, especialmente en Francia y Alemania, dos de nuestros principales socios comerciales

Evolución futura de los costes laborales y de los márgenes empresariales, y de la inversión empresarial, que podría reaccionar con mayor intensidad de la anticipada a la debilidad prevista de los márgenes empresariales

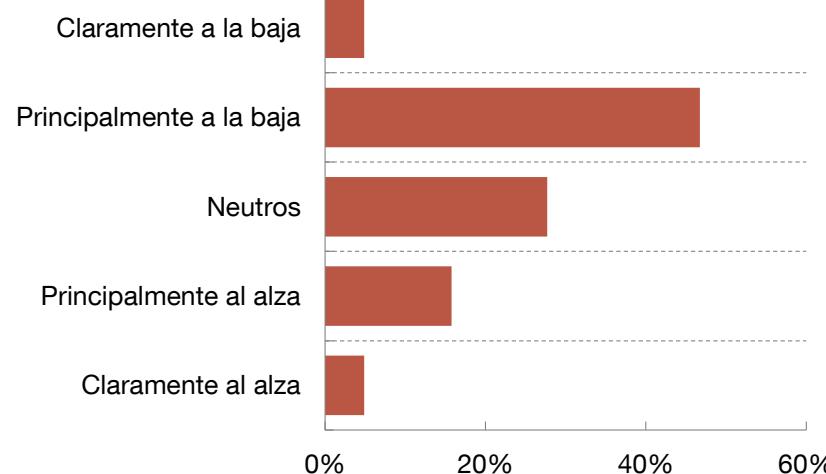
Comportamiento del consumo público y cumplimiento del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028



## ENCUESTA DE VALORACIÓN DE RIESGOS A LOS ECONOMISTAS DEL BANCO DE ESPAÑA

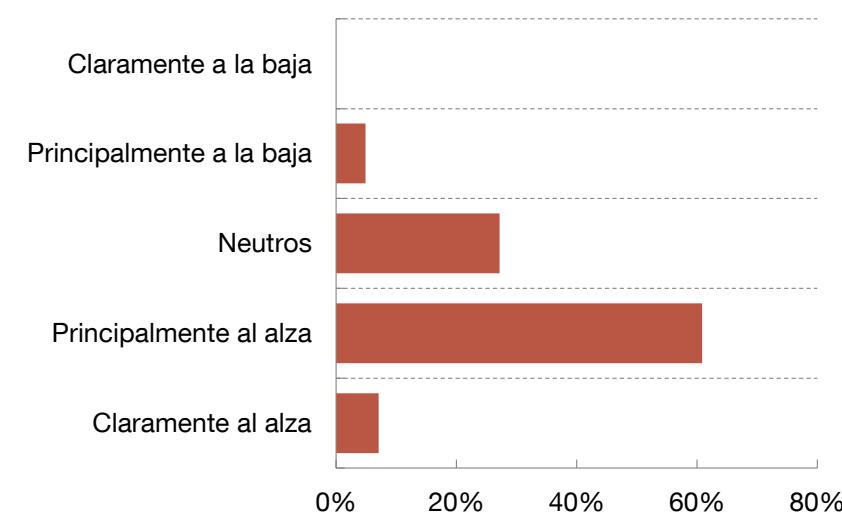
### Riesgos a la baja en la actividad

#### PIB 2025



### Riesgos al alza en la inflación

#### INFLACIÓN 2025



Fuente: Banco de España. Encuesta realizada a los economistas de la Dirección General de Economía. El eje horizontal indica la proporción de cada una de las cinco opciones de respuesta.



## ÍNDICE

---

1. CONTEXTO GLOBAL
2. EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA
3. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS 2025-2027
4. FOCO DE INTERÉS: LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS



## PRECIOS DE LOS ALIMENTOS VS. PRECIOS DE LA CESTA “SUBYACENTE”

Tendencia creciente, desde los 2000, no observada en las décadas anteriores



## PRECIOS DE LOS ALIMENTOS VS. PRECIOS DE SERVICIOS

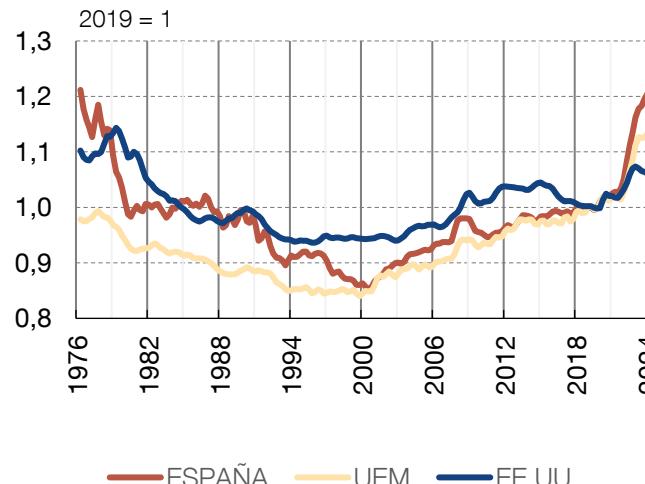
Desde los 2000, la evolución de los precios alimenticios ha sido similar a la de los precios de los servicios (hasta el quiebre reciente)



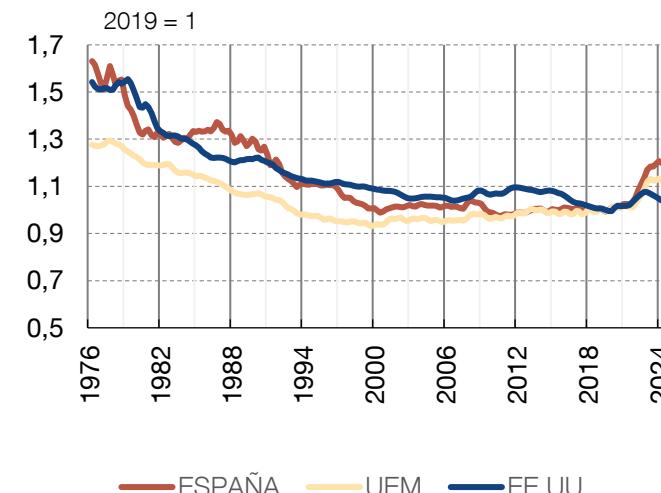
## PRECIOS DE LOS ALIMENTOS VS. PRECIOS DE LOS “BINE”

El abaratamiento relativo de los BINE explicaría la tendencia creciente observada entre 2000 y 2019 en la ratio entre precios alimenticios y precios de la cesta subyacente

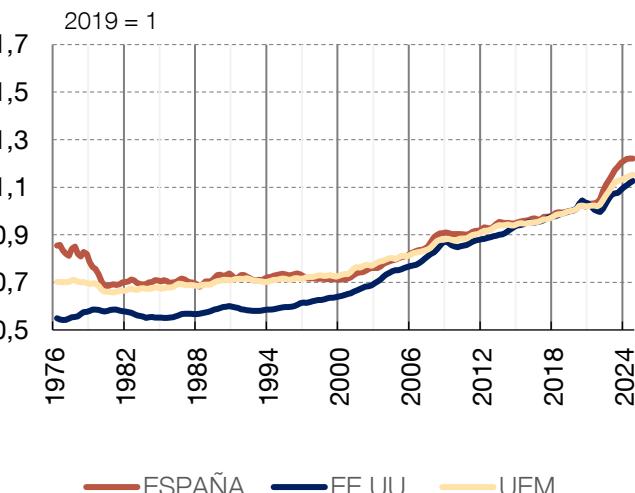
### PRECIO RELATIVO DEL IPC DE ALIMENTOS VS IPC GENERAL SIN ALIMENTOS NI ENERGÍA (a)



### PRECIO RELATIVO DEL IPC DE ALIMENTOS VS IPC SERVICIOS (a)



### PRECIO RELATIVO DEL IPC DE ALIMENTOS VS IPC BINES (a)



Fuentes: Eurostat, FRED y OCDE. Último dato: diciembre 2024. (a) Se toma el IPC para España y el IAPC para la UEM. Media móvil de seis meses.



- Mayor encarecimiento acumulado en la UE de las materias primas alimenticias y de la energía ...

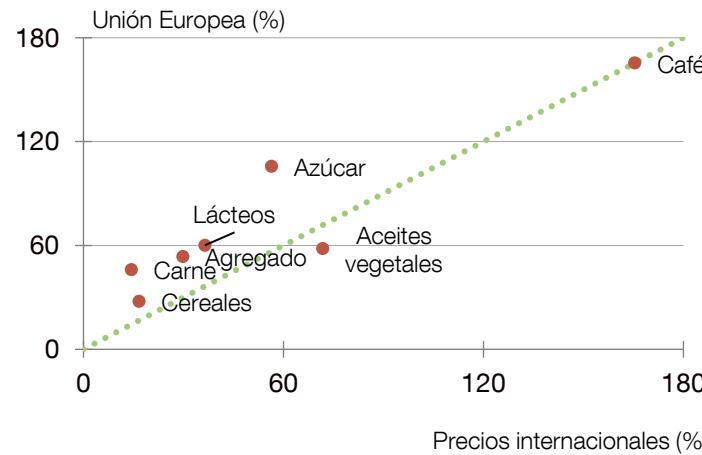


- ... que se refleja en mayores precios de producción y consumo de los alimentos

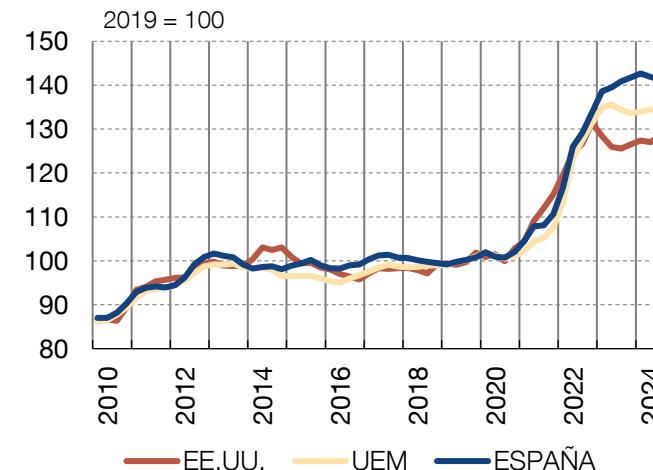


- No solo el numerador es importante: el incremento del IAPC sin alimentos y energía ha sido mayor en EEUU

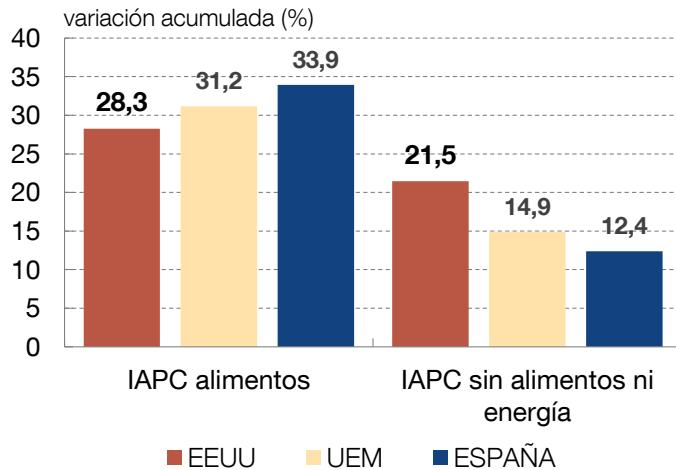
### PRECIO MATERIAS PRIMAS ALIMENTICIAS. AUMENTO ACUMULADO (19T4 – 24T4)



### ÍNDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES: MANUFACTURAS ALIMENTICIAS



### CRECIMIENTO PRECIOS DE CONSUMO ALIMENTICIOS Y NO ALIMENTICIOS (19T4 - 24T4)

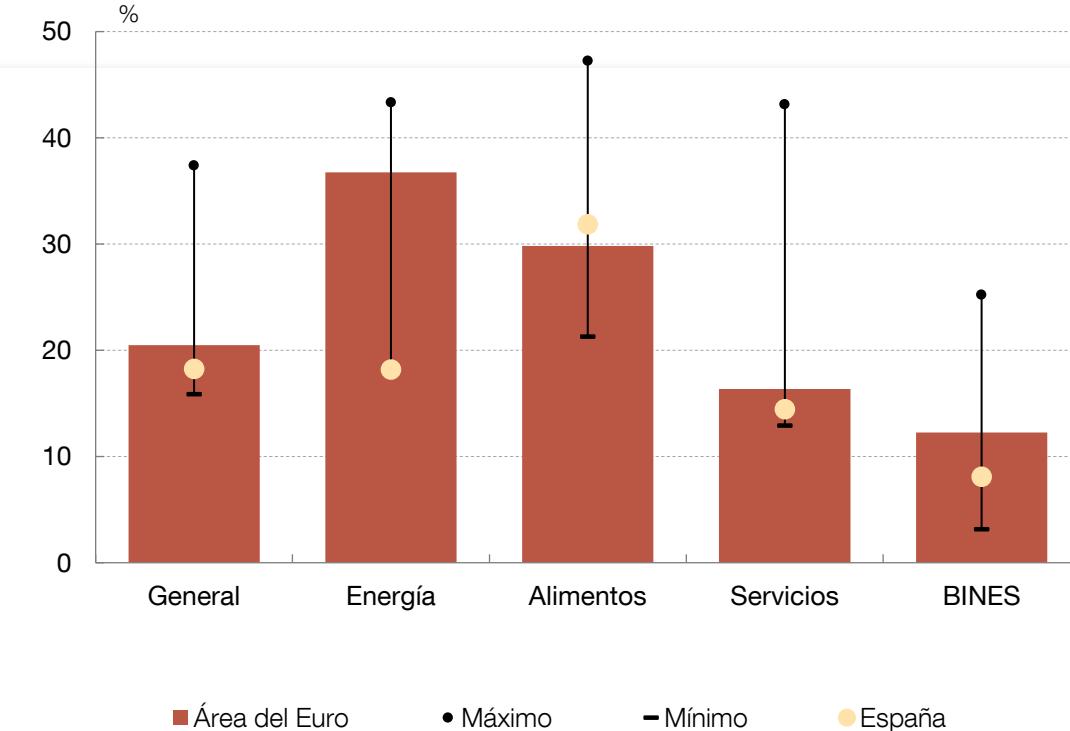


Fuentes: Banco de España, EUROSTAT, FAO e Instituto Nacional de Estadística. Último dato observado: diciembre de 2024. Alimentos incluye grupo 1 ECOICOP.

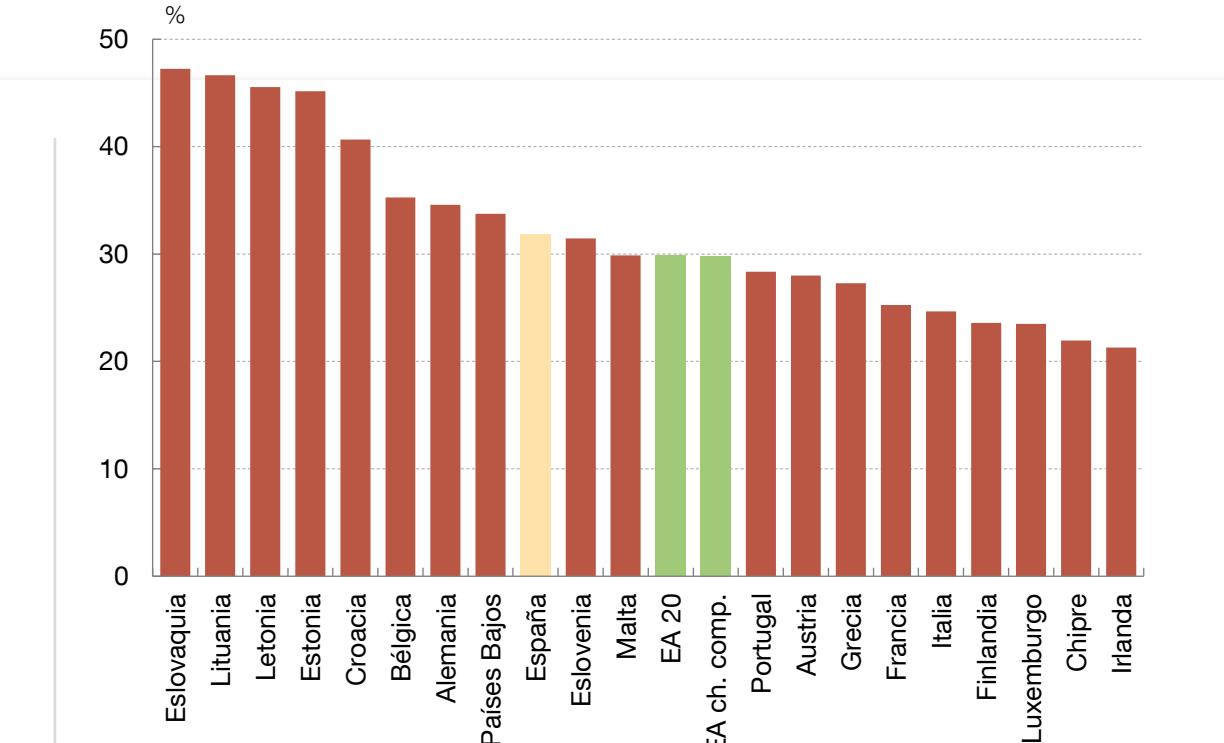
DESDE 2019, LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS TAMBIÉN HAN AUMENTADO LIGERAMENTE MÁS EN ESPAÑA QUE EN EL PROMEDIO DE LA UEM ...

### AUMENTO ACUMULADO EN EL NIVEL DE PRECIOS ENTRE 2019T4 Y 2024T4

#### IAPC GENERAL Y PRINCIPALES COMPONENTES



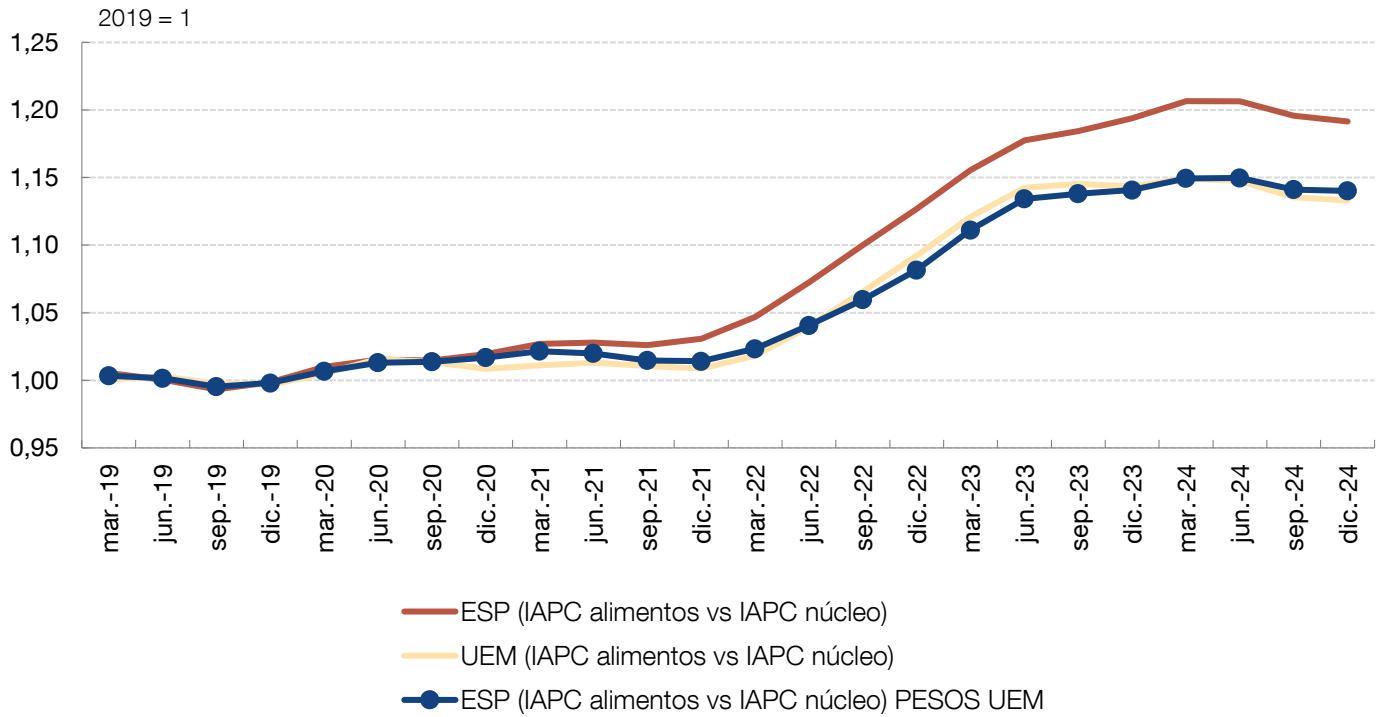
#### ALIMENTOS



Fuente: Eurostat. Último dato 2024T4. Nota: alimentos incluye alcohol y tabaco.

... PERO ESTO RESPONDE, FUNDAMENTALMENTE, A LA DIFERENTE COMPOSICIÓN  
DE LA CESTA DE CONSUMO ENTRE ESPAÑA Y LA UEM

### PRECIO RELATIVOS IAPC ALIMENTOS VS IAPC NÚCLEO: EFECTO COMPOSICIÓN (a)

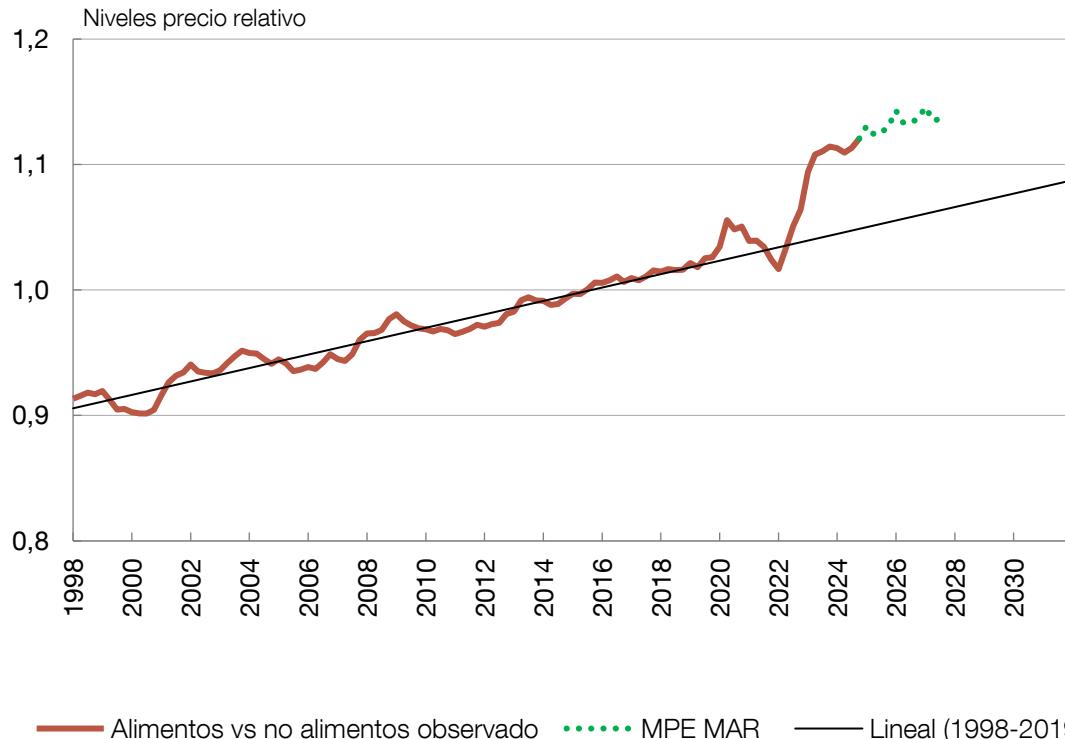


- La diferencia de composición en la cesta de consumo entre España y la UEM es un factor clave
- Al computar un IAPC hipotético para España tomando en cuenta los pesos de la cesta de consumo de la UEM, la diferencia en la evolución reciente disminuye sensiblemente

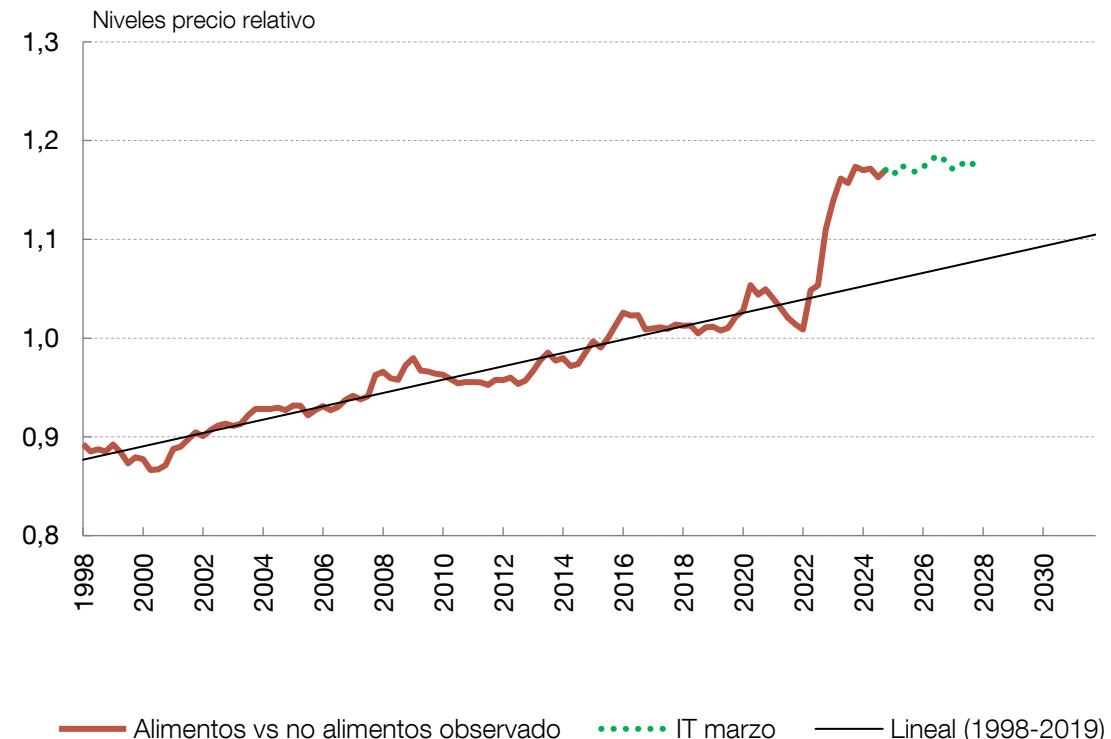


Fuente: Banco de España. Último dato observado: 2024T4. (a) Alimentos incluye grupo 1 ECOICOP, el IAPC núcleo se refiere al IAPC general excluido alimentos y energía. Media móvil de seis meses.

### PREVISIONES: UEM



### PREVISIONES: ESPAÑA



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España. Último dato observado: 2024T4.

Muchas gracias por su atención

---

# LA ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL HA CONTINUADO CRECIENDO A UN BUEN RITMO, AUNQUE HETEROGÉNEO POR REGIONES Y SECTORES

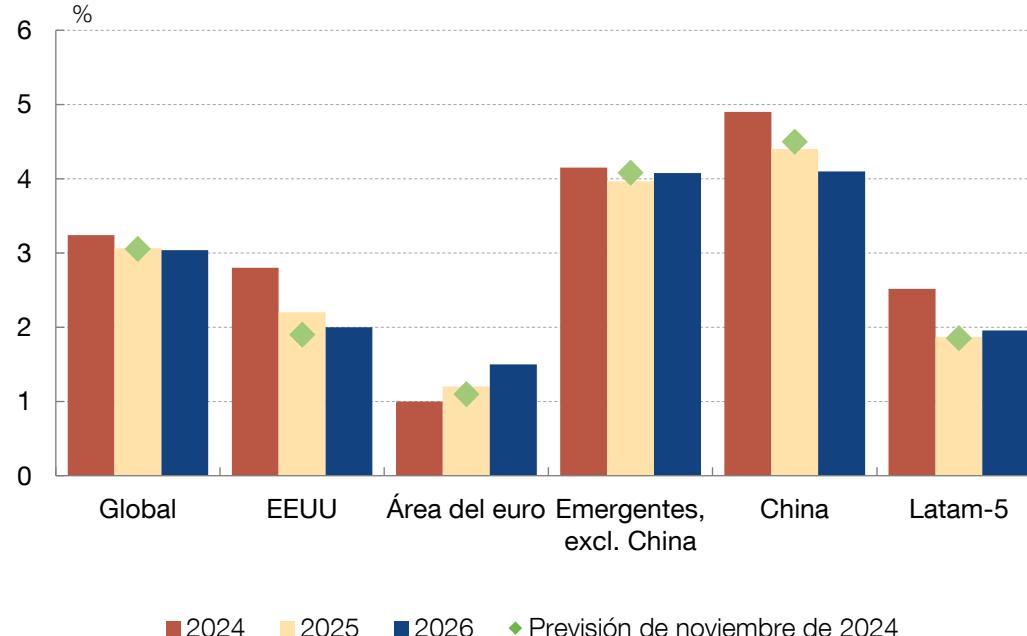


- A finales de 2024, se mantuvo un elevado dinamismo de la actividad en EEUU y China, frente al crecimiento más modesto de la eurozona
- En 2025 y 2026, el consenso de los analistas espera un crecimiento global similar al de 2024, si bien con una leve desaceleración en EEUU y China

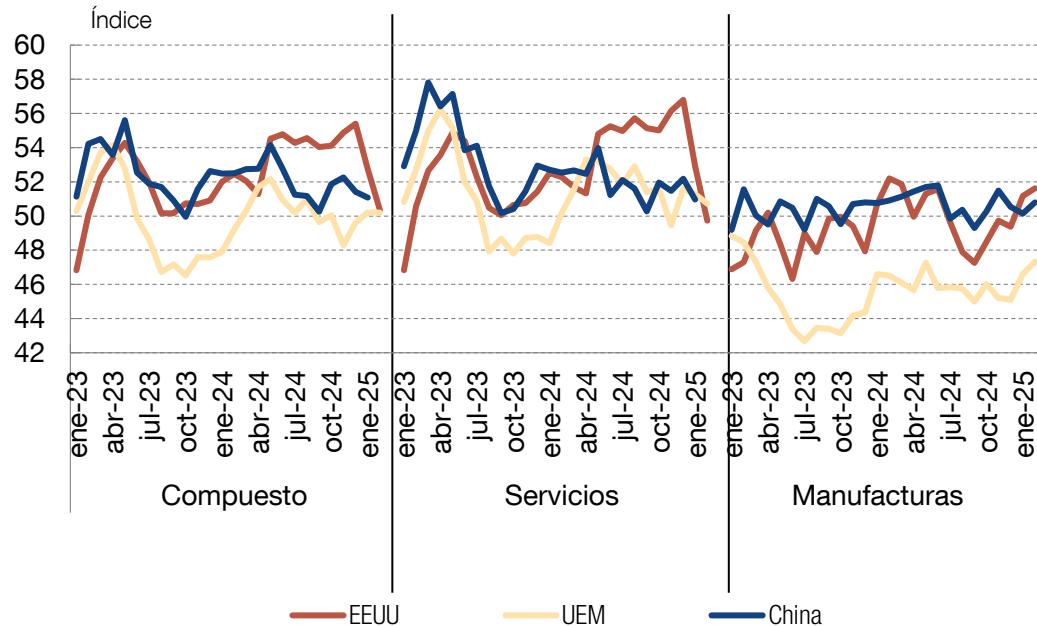


- Los servicios siguen mostrando una mayor fortaleza que las manufacturas aunque, recientemente, se aprecian ciertas señales de debilidad en los servicios y de incipiente recuperación en las manufacturas
- Especialmente en Estados Unidos, algunos indicadores recientes parecen apuntar a un notable deterioro del sentimiento económico

## PREVISIONES CRECIMIENTO CONSENSUS (a)



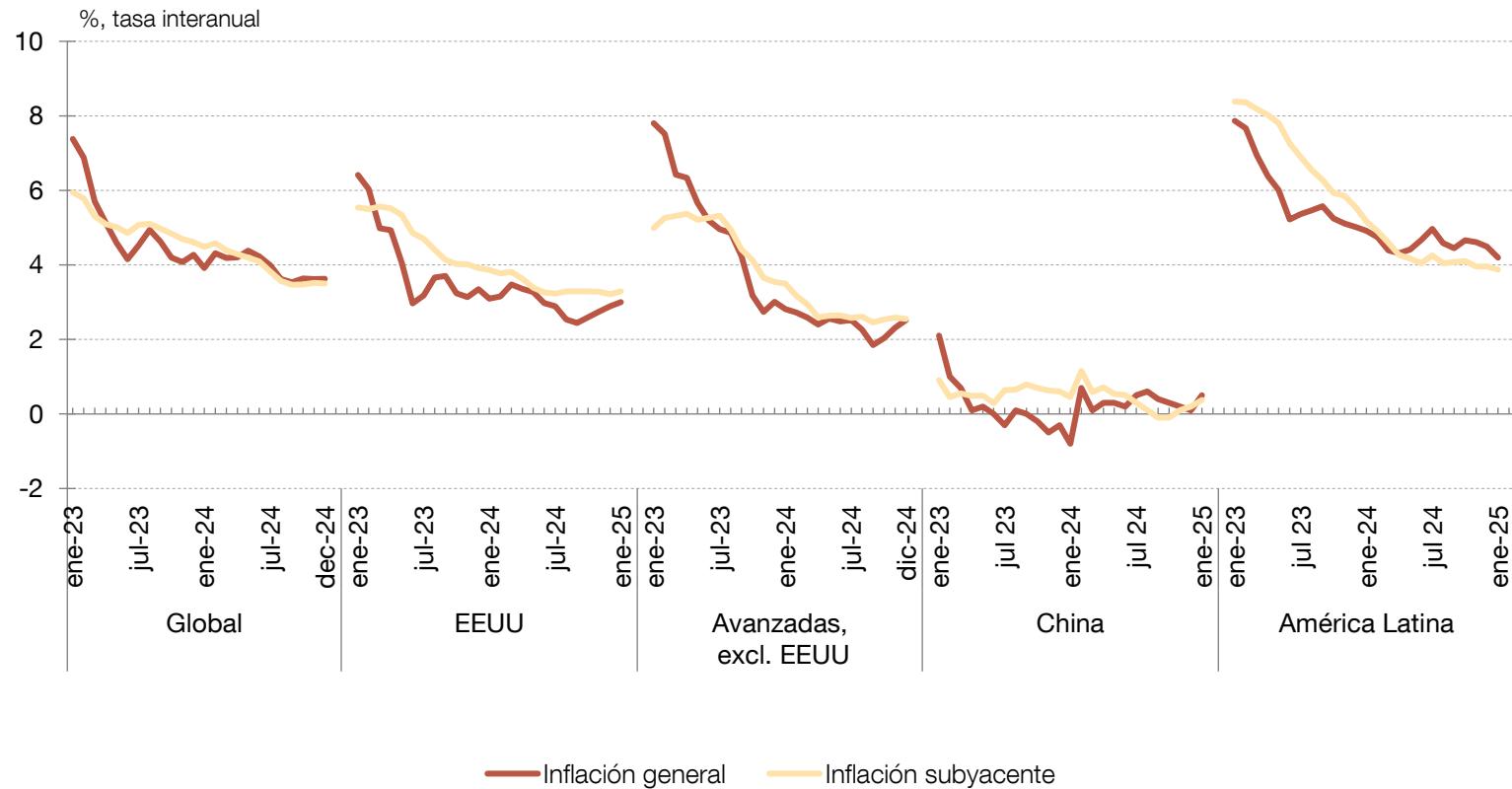
## EVOLUCIÓN DE LOS PMI



Fuentes: S&P Global y Consensus Economics. (a) Se comparan las previsiones de febrero de 2025, en barras, con las previsiones de noviembre, reflejadas con un rombo

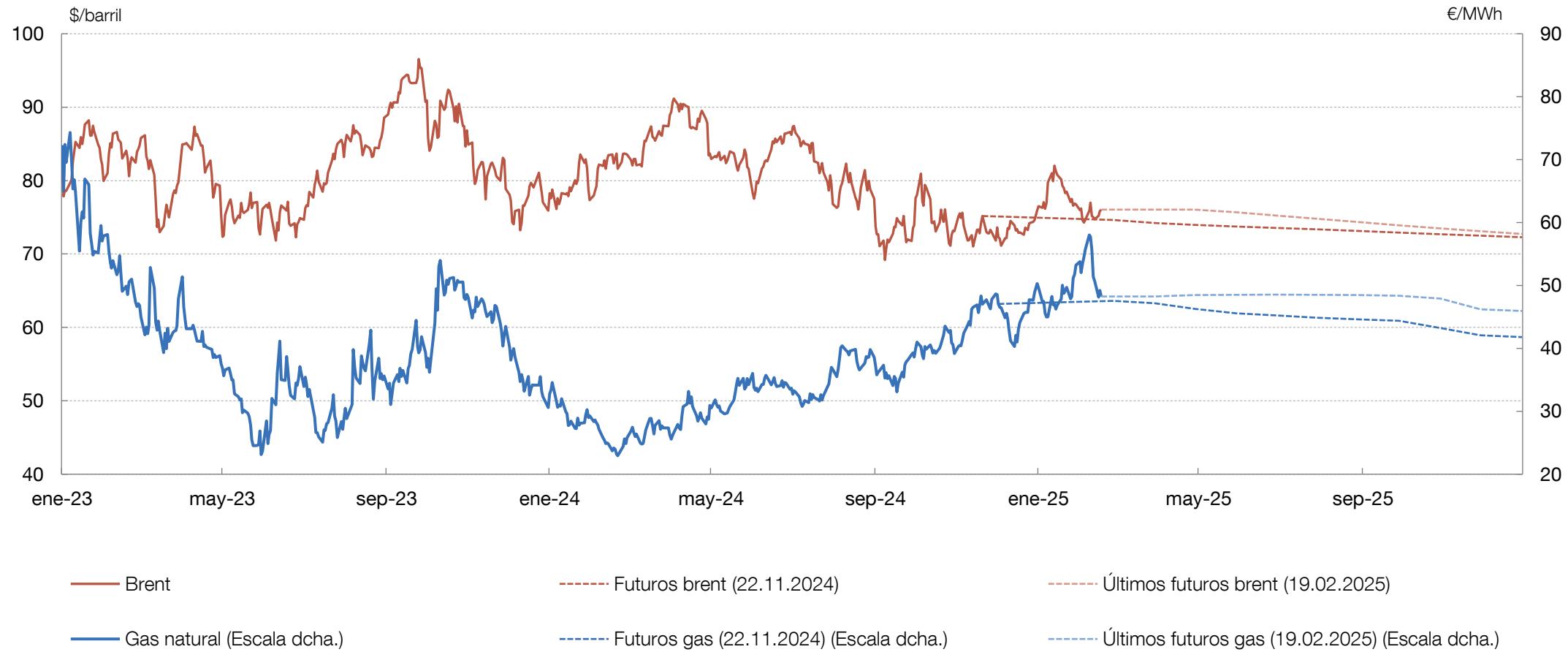


### EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN



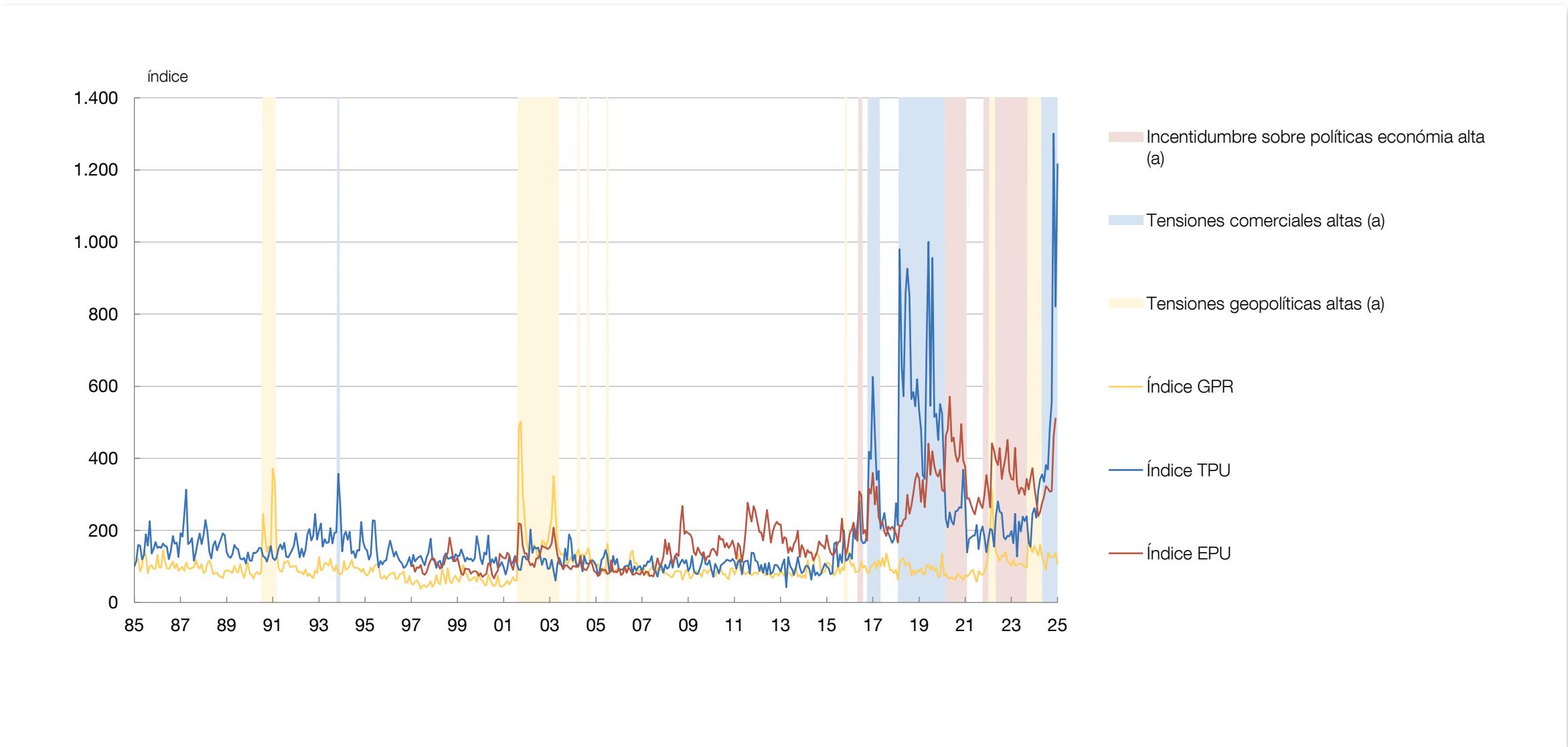
Fuentes: Estadísticas nacionales, Consensus y Refinitiv.

### PRECIOS DEL PETRÓLEO Y GAS NATURAL



Fuente: LSEG Datastream.

# ELEVADAS TENSIONES COMERCIALES Y GEOPOLÍTICAS, E INCERTIDUMBRE CRECIENTE SOBRE LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS EN MUCHOS PAÍSES SISTÉMICOS



Fuentes: Índice GPR: Caldara y Iacoviello (2022), e Índice TPU, Baker, Bloom y Davis (2016). (a) Se han marcado bandas azules (TPU), amarillas (GPR) o rojas (EPU) en las fechas en las que el valor del índice supera en más de una desviación estandar su media histórica. Último dato: febrero 2025 para GPR y TPU; ene 2025 para EPU global.

# COMPORTAMIENTO DIFERENCIADO DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO Y DE LAS BOLSAS POR ÁREAS



Los tipos soberanos a largo plazo repuntan durante buena parte del primer trimestre. Una dinámica que, en las últimas semanas, se ha intensificado en la UEM –por posible expansión fiscal– y se ha revertido en EEUU –por debilidad de datos macro–

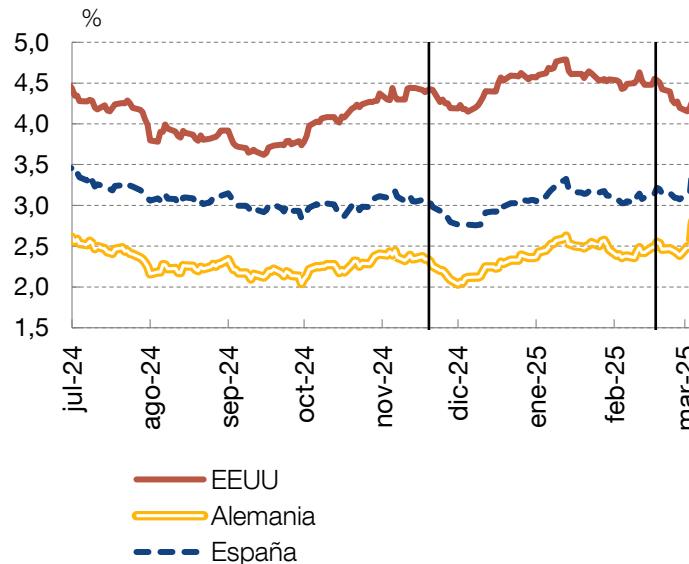


Bolsas europeas al alza en 1T25 (por mayor peso relativo de los bancos en los índices y posible impulso del sector de defensa), con corrección reciente en las de EEUU (por incertidumbre y debilidad del sector tecnológico)

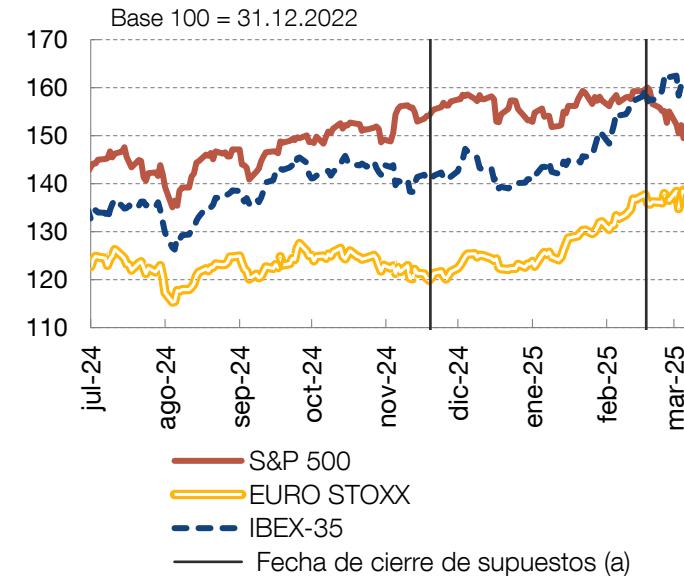


Movimientos de ida y vuelta en los mercados cambiarios, en línea con las fluctuaciones observadas en los tipos de interés a largo plazo  
El euro avanza un 3,9% frente al dólar y un 1,5% en términos efectivos en lo que va de año

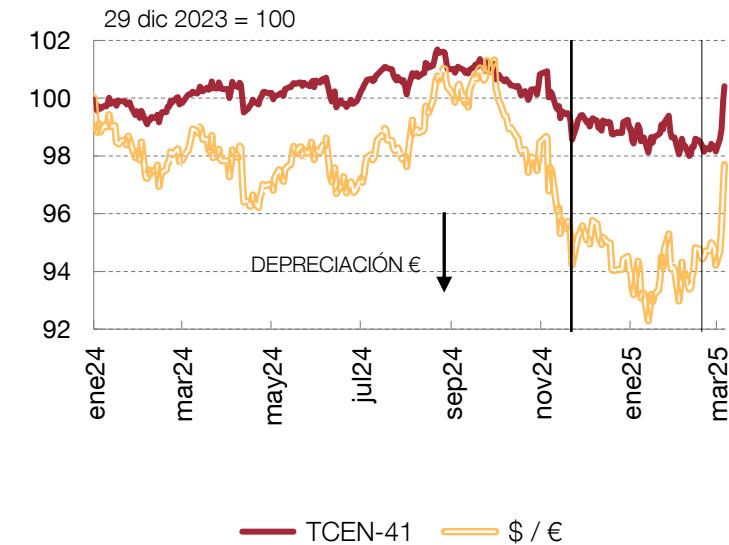
## RENTABILIDAD DEUDA SOBERANA A DIEZ AÑOS



## ÍNDICES BURSÁTILES



## TIPO DE CAMBIO DEL EURO



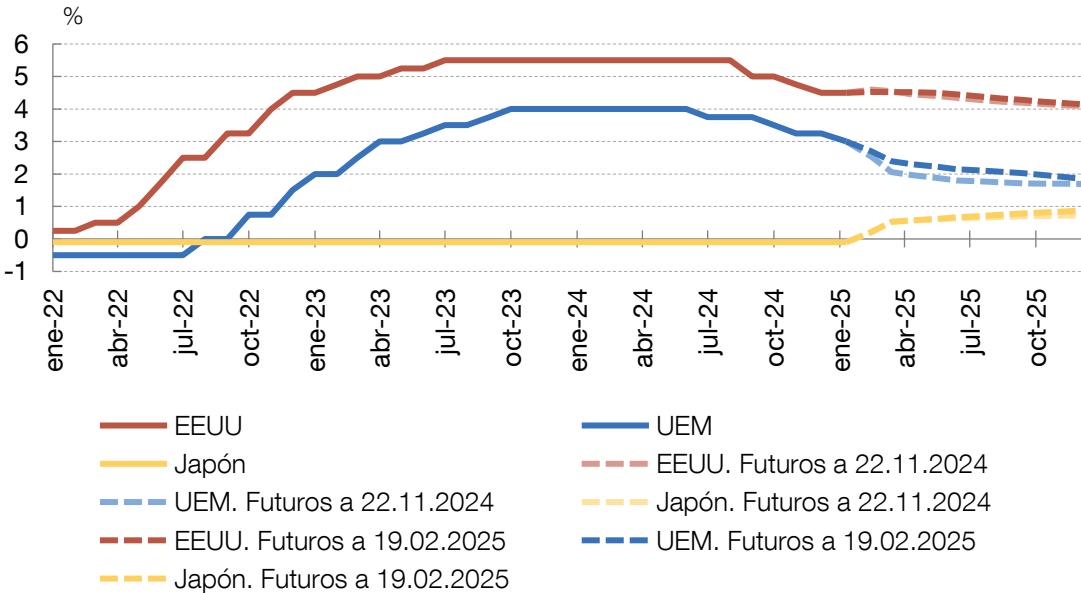
Fuente: Refinitiv Datastream. Último dato: 6/03/2025. (a) Referidas al ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre (22 de noviembre) y marzo (19 de febrero).

# LAS POLÍTICAS MONETARIAS DE LOS PRINCIPALES BANCOS CENTRALES MUNDIALES HAN ADOPTADO TRAYECTORIAS DIVERGENTES RECENTEMENTE

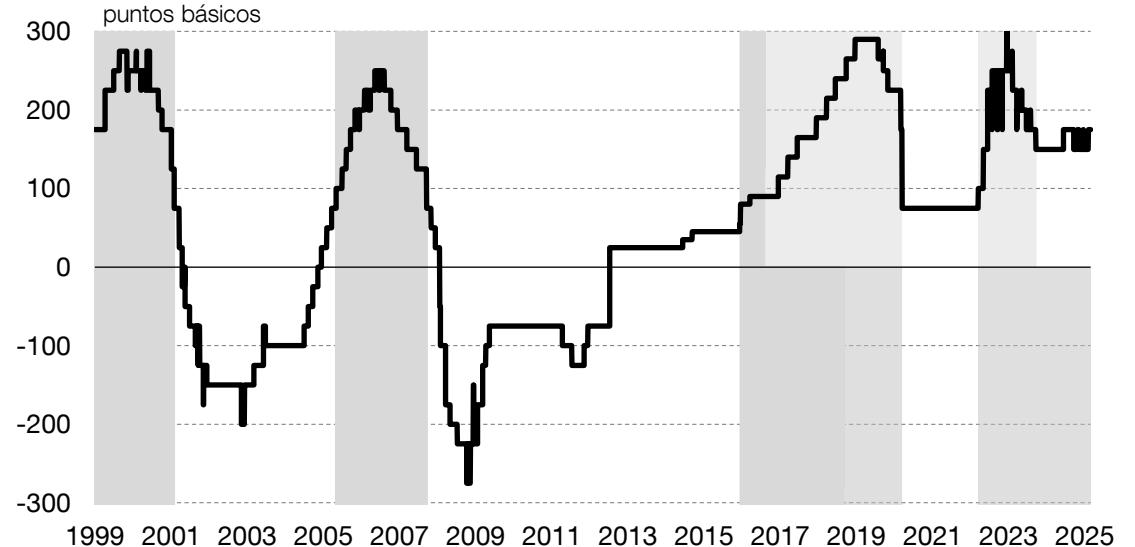


- En las economías avanzadas, se han producido recortes en los tipos de interés oficiales en la UEM, Reino Unido, Canadá y Suecia, entre otras. En cambio, la Reserva Federal de EEUU decidió pausar en enero su proceso de recortes y el Banco Central de Japón incrementó sus tipos de interés oficiales
- En general, las expectativas de los mercados financieros señalan al mantenimiento de estas divergencias en las trayectorias de las políticas monetarias a escala global en los próximos meses

TIPOS OFICIALES Y FUTUROS (a)



DIFERENCIA TIPOS OFICIALES EEUU-UEM (b)



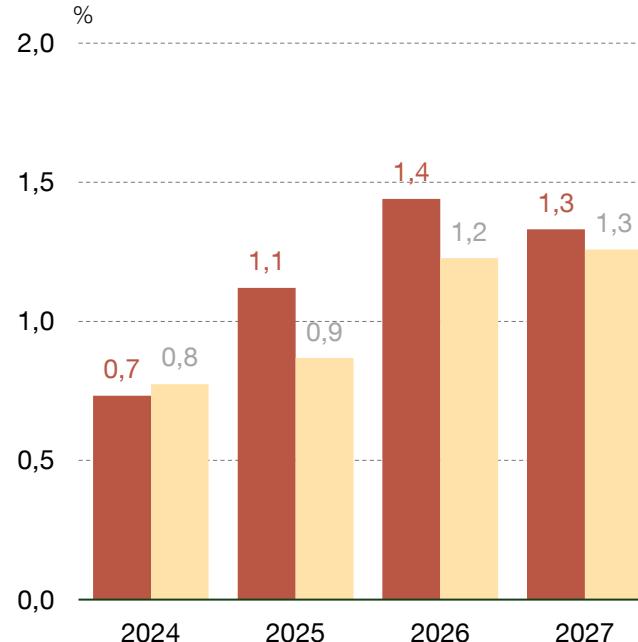
Fuentes: Refinitiv y Banco de España. (a) Tipos de interés descontados por los respectivos mercados de futuros. Las fechas corresponden con el cierre de supuestos. (b) Las áreas sombreadas muestran los períodos cuando el diferencial de tipos oficiales está por encima de su mediana. El tipo oficial para el área del euro es el MRO hasta que el DFR alcanza el valor cero; a partir de ese momento se utiliza el DFR.

EL CRECIMIENTO DEL PIB DE LA UEM SE REVISA A LA BAJA EN 2025-2027,  
MIENTRAS QUE LA INFLACIÓN SE REVISA LIGERAMENTE AL ALZA EN 2025 Y 2026

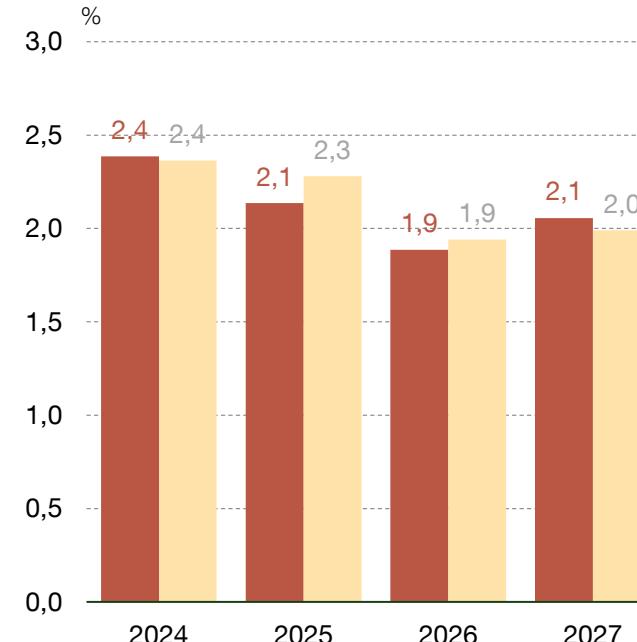


## PREVISIONES DEL ÁREA DEL EURO

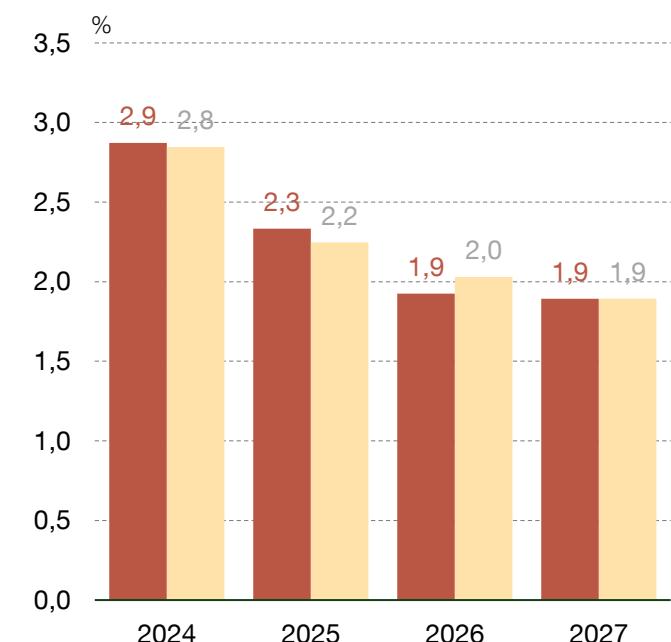
### CRECIMIENTO DEL PIB



### INFLACIÓN GENERAL



### INFLACIÓN SUBYACENTE



■ Proyecciones Diciembre 2024

■ Proyecciones Marzo 2025

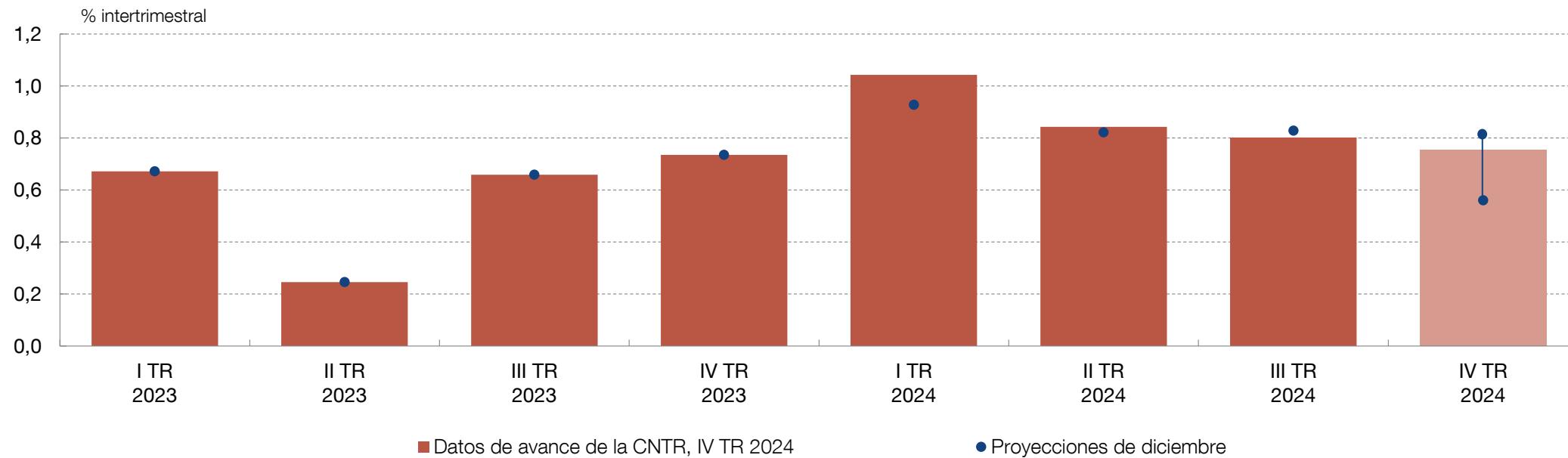
Fuente: Banco Central Europeo.





- A finales de 2024, el PIB de la economía española se situó un 7,6% por encima del observado antes del comienzo de la pandemia, una brecha que excede en 2,9 pp a la que se aprecia en el área del euro

### CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB EN LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

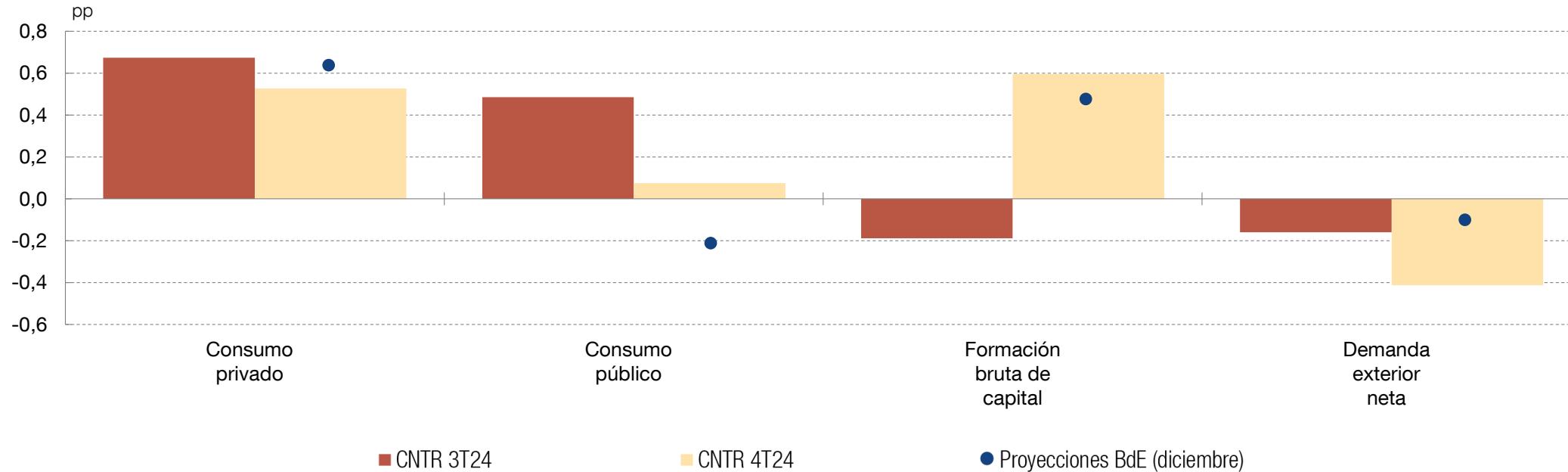


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



- La demanda interna –fundamentalmente, el consumo privado y la inversión– aportó 1,2 pp al crecimiento del PIB en 4T24. Destacó la contribución positiva de la inversión –mayor de la esperada, después de una aportación negativa en el trimestre precedente–. El consumo público se desaceleró en el último trimestre del año, pero menos de lo esperado
- El sector exterior sorprendió con una contribución más negativa de la prevista (-0,4 pp), que se explica por el aumento de las importaciones –tanto de bienes como de servicios– y la caída de las exportaciones de bienes

### CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB EN ESPAÑA

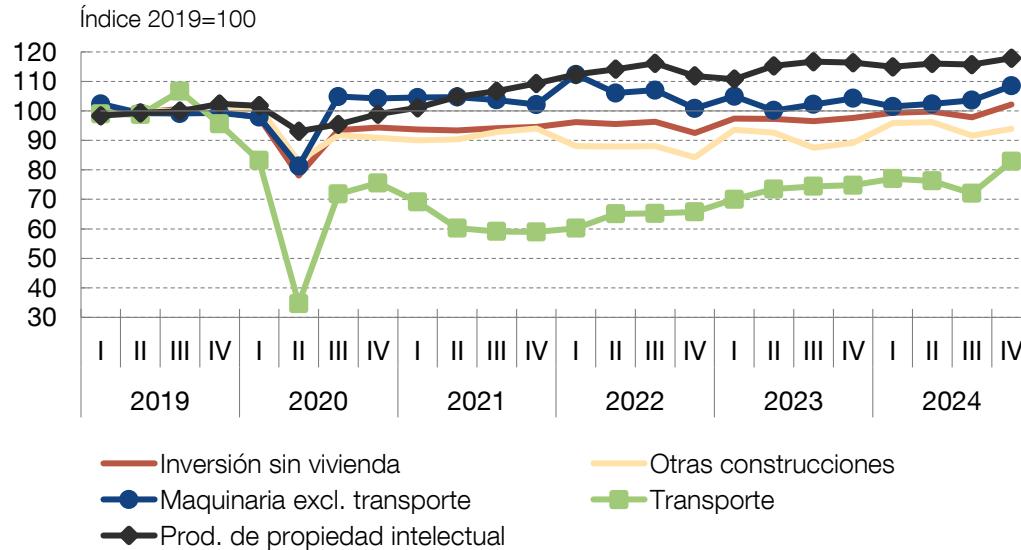


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

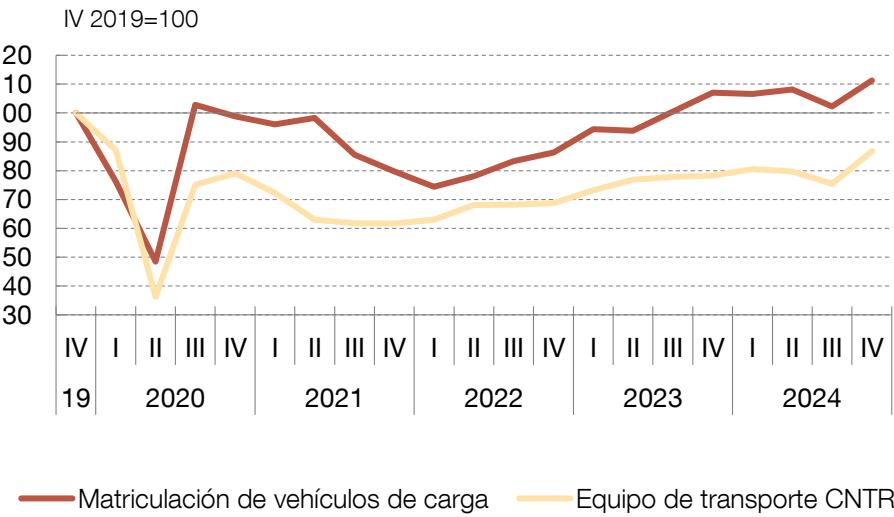


- Destacó el vigor mostrado por la inversión en bienes de equipo de transporte, que se habría visto impulsada, en parte, por el fuerte incremento que registraron las matriculaciones de vehículos de carga
- No obstante, esta rúbrica de la inversión sigue mostrando una recuperación especialmente rezagada desde el comienzo de la pandemia, fundamentalmente como consecuencia de la debilidad de la inversión en este tipo de bienes por parte de las empresas del sector del transporte

### INVERSIÓN PRODUCTIVA POR COMPONENTES



### MATRICULACIÓN DE VEHÍCULOS DE CARGA



# LA CONTRIBUCIÓN NEGATIVA DE LA DEMANDA EXTERNA NETA AL CRECIMIENTO A FINALES DE 2024 SE DEBIÓ AL EMPUJE DE LAS IMPORTACIONES

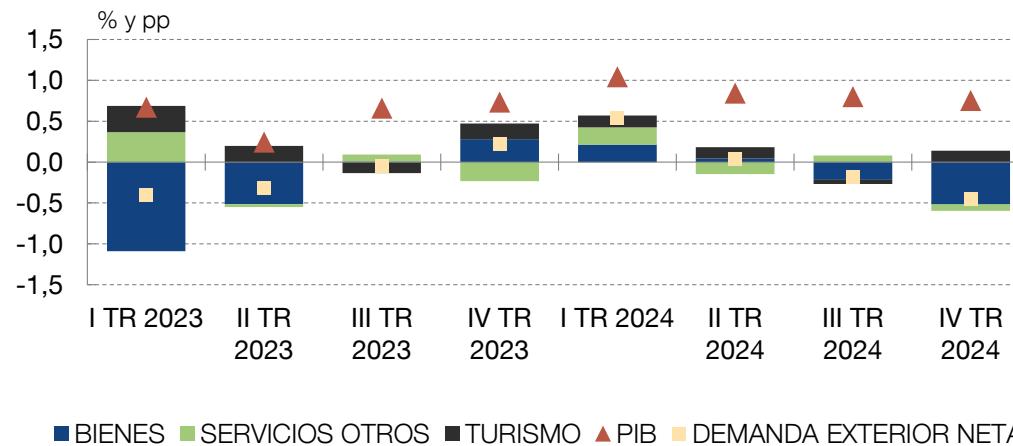


- La fortaleza de la inversión habría favorecido el aumento de las importaciones de bienes, ...
- ... si bien también se incrementaron las importaciones de servicios, especialmente de los turísticos

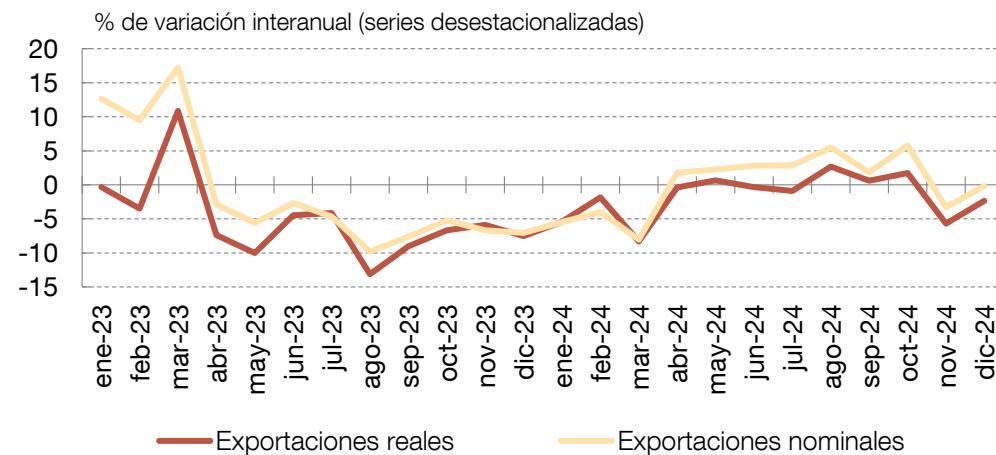


- Por su parte, las ventas al exterior se desaceleraron, como consecuencia de una caída de las exportaciones de bienes (-1,1 %), ...
- ... que más que compensó la aceleración que experimentaron las exportaciones de servicios (+2,3 %)

## CONTRIBUCIONES COMPONENTES DE LA DEMANDA EXTERIOR NETA AL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB

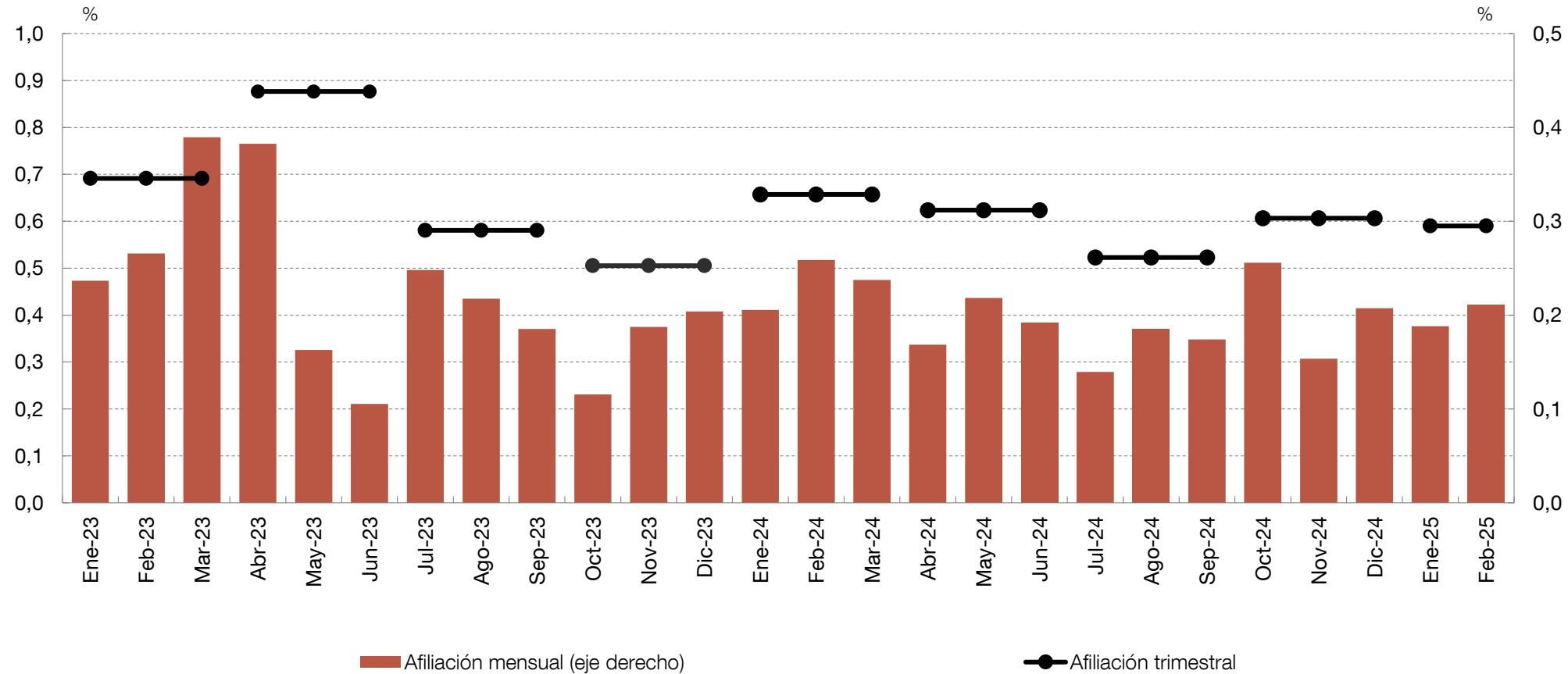


## EXPORTACIONES TOTALES DE BIENES



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

VARIACIÓN MENSUAL Y TRIMESTRAL DE LA AFILIACIÓN (a)

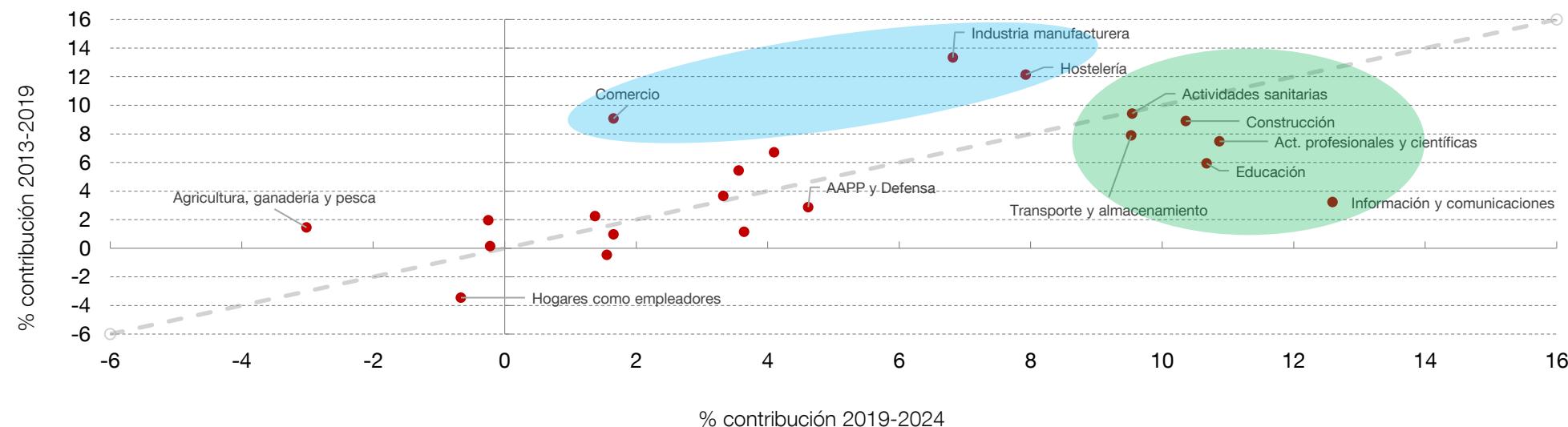


Fuentes: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y Banco de España. (a) Series desestacionalizadas.



- Desde la pandemia, el crecimiento del empleo se ha visto impulsado, principalmente, por las ramas de información y comunicaciones, actividades profesionales, científicas y técnicas, educación y construcción. En conjunto, estas ramas han supuesto cerca de un 45% de todo el crecimiento acumulado de la ocupación entre finales de 2019 y finales de 2024
- Este patrón en la creación de empleo contrasta con el observado entre 2013 y 2019, período en el que el aumento de la ocupación estuvo más concentrado en la industria manufacturera, la hostelería y el comercio

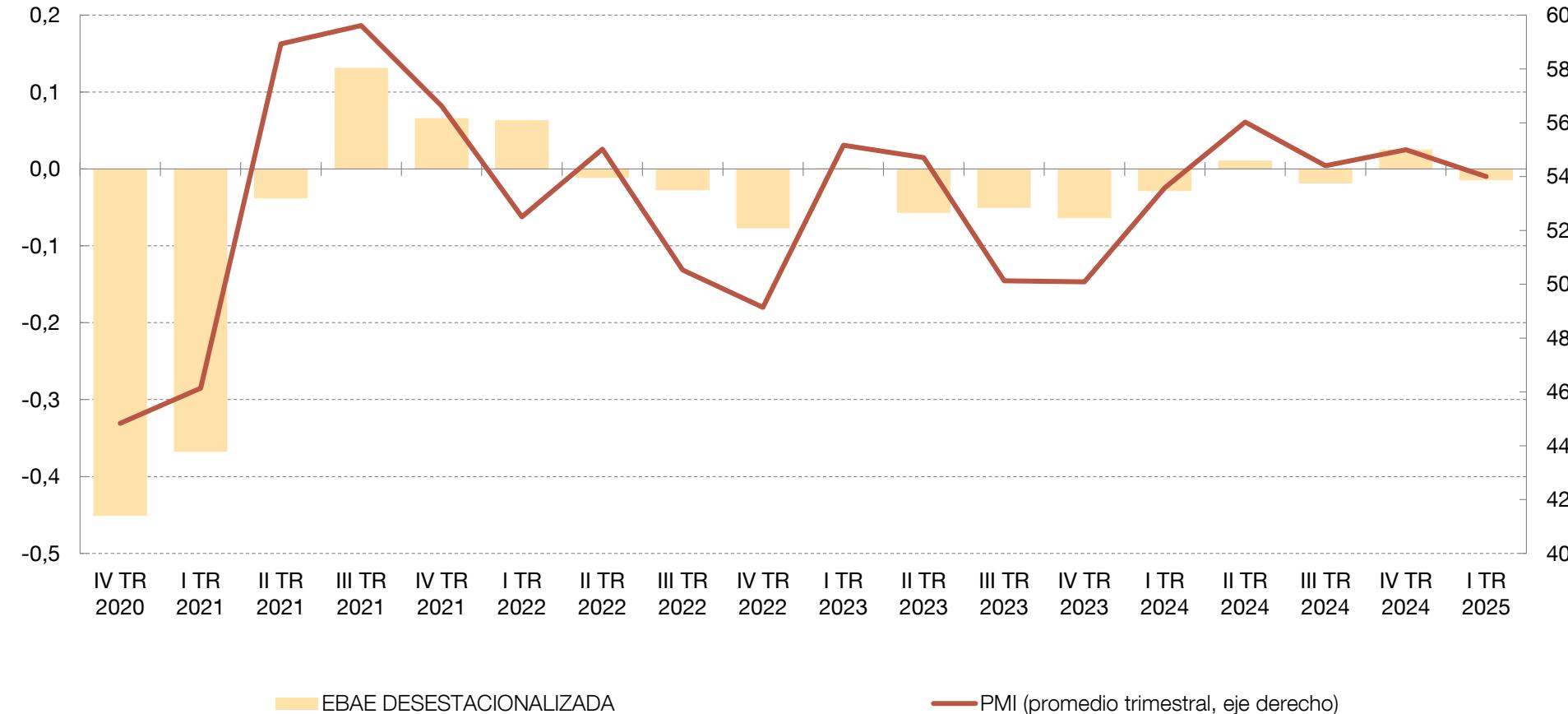
### CONTRIBUCIONES POR RAMAS (pp) AL CRECIMIENTO DEL EMPLEO TOTAL (a)



Fuentes: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y Banco de España. (a) Series brutas.

SEGÚN LA EBAE, LA FACTURACIÓN EMPRESARIAL SE MANTENDRÍA PRÁCTICAMENTE ESTABLE EN 1T25, EN LÍNEA CON LA EVOLUCIÓN DEL PMI COMPLEJO

### FACTURACIÓN DESESTACIONALIZADA EBAE Y PMI COMPLEJO



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



- El PMI Compuesto continuó en terreno expansivo en enero-febrero, aunque disminuyó ligeramente lastrado por el deterioro de la confianza en el sector de las manufacturas

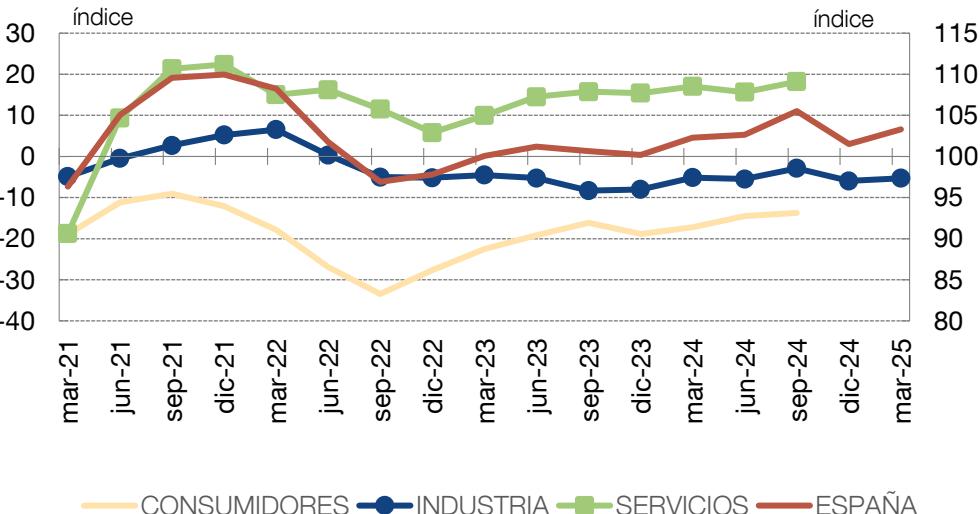


- El indicador de sentimiento económico ha repuntado ligeramente en 1T25, sin llegar a revertir totalmente el retroceso registrado en el trimestre precedente

## ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (a)



## INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO (a)



Fuentes: Comisión Europea y S&P Global. (a) El primer trimestre recoge información hasta febrero.

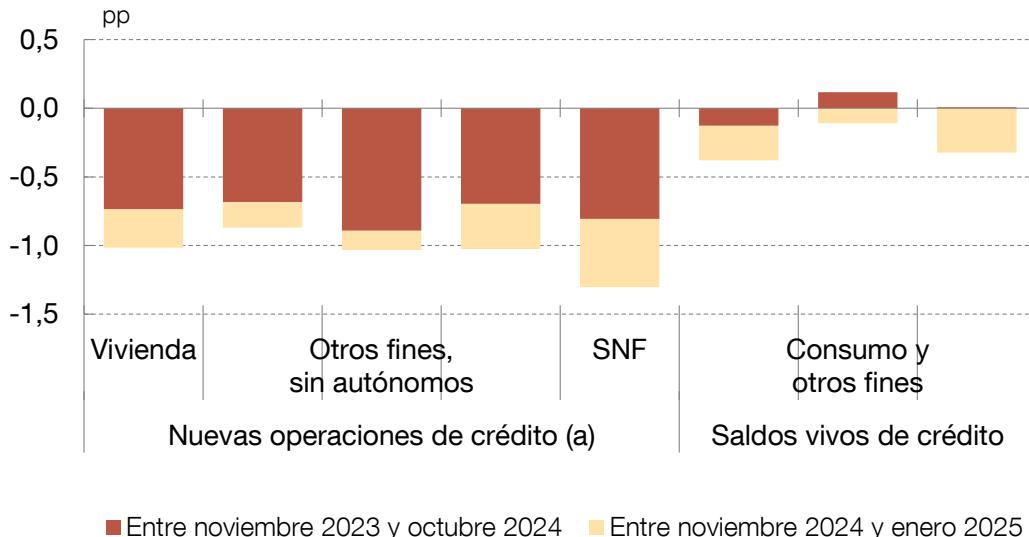


- Los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito han seguido reduciéndose, al tiempo que el coste medio de los préstamos vivos ha comenzado a disminuir

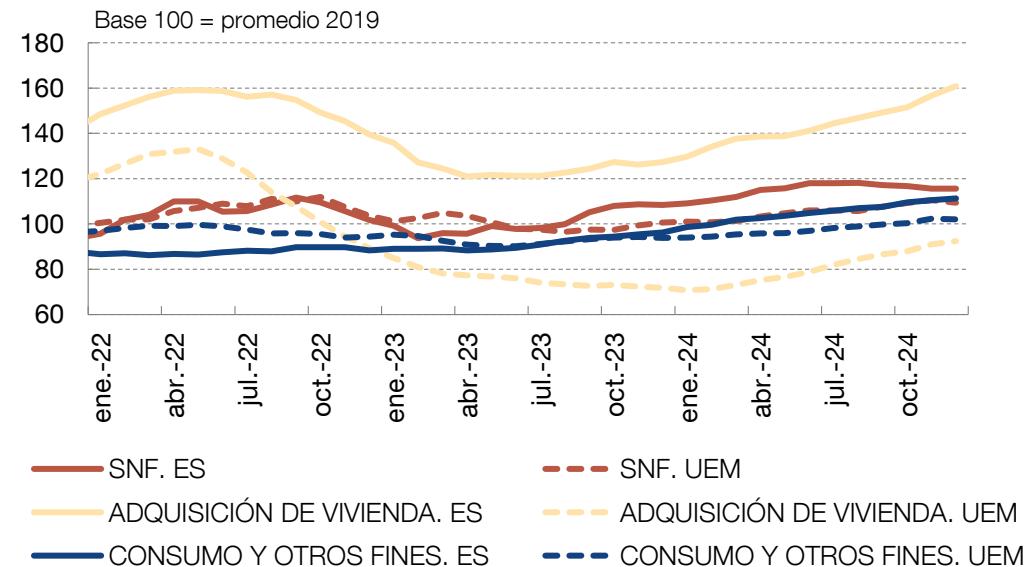


- Las nuevas operaciones de crédito han continuado mostrando en España un dinamismo superior al de la UEM
- Todo ello, en un contexto en el que, en general, se mantienen los criterios de concesión de crédito y se consolidan los aumentos de la demanda de préstamos

### VARIACIÓN EN EL COSTE DEL CRÉDITO DURANTE LA FASE DE NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA (a)



### VOLUMEN NUEVOS PRÉSTAMOS (b)



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España. Último dato observado: diciembre 2024. (a) TEDR. Los de nuevas operaciones están ajustados de estacionalidad y componente irregular. (b) Flujos acumulados de tres meses ajustados de estacionalidad. No incluye operaciones renegociadas.

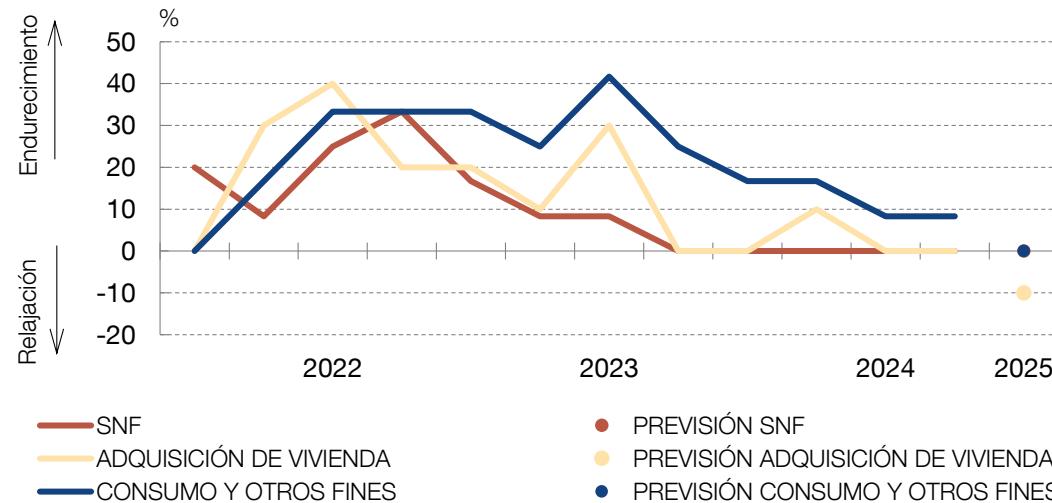


- Según la Encuesta de Préstamos Bancarios, los criterios de concesión de los préstamos no mostraron cambios significativos en 4T24
- Tan solo se endurecieron ligeramente en los préstamos a hogares para consumo y otros fines

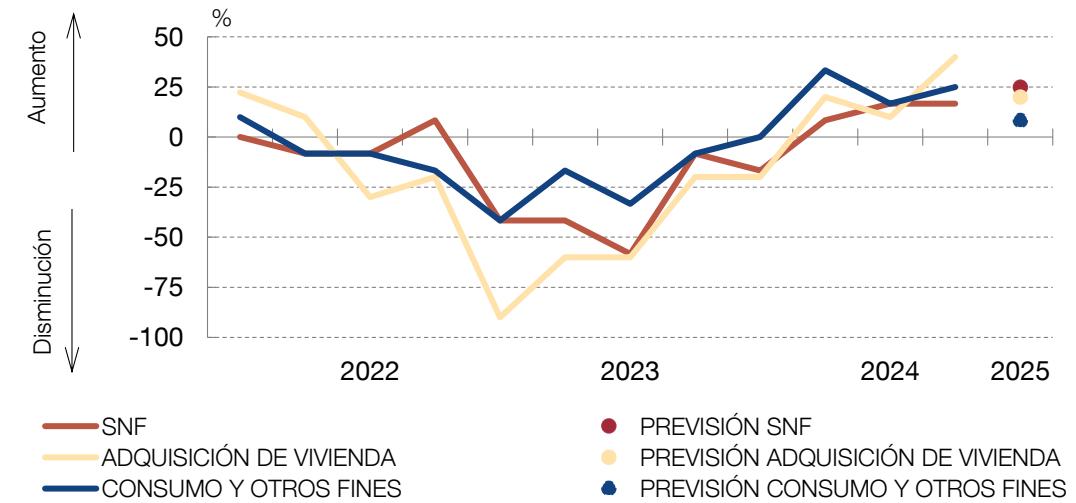


- De acuerdo con la misma fuente, la demanda de crédito volvió a incrementarse en 4T24
- Las entidades encuestadas esperan que la demanda de préstamos continúe aumentando en el inicio de 2025 en todos los segmentos

### VARIACIÓN DE LOS CRITERIOS DE APROBACIÓN DE PRÉSTAMOS EN ESPAÑA (a)

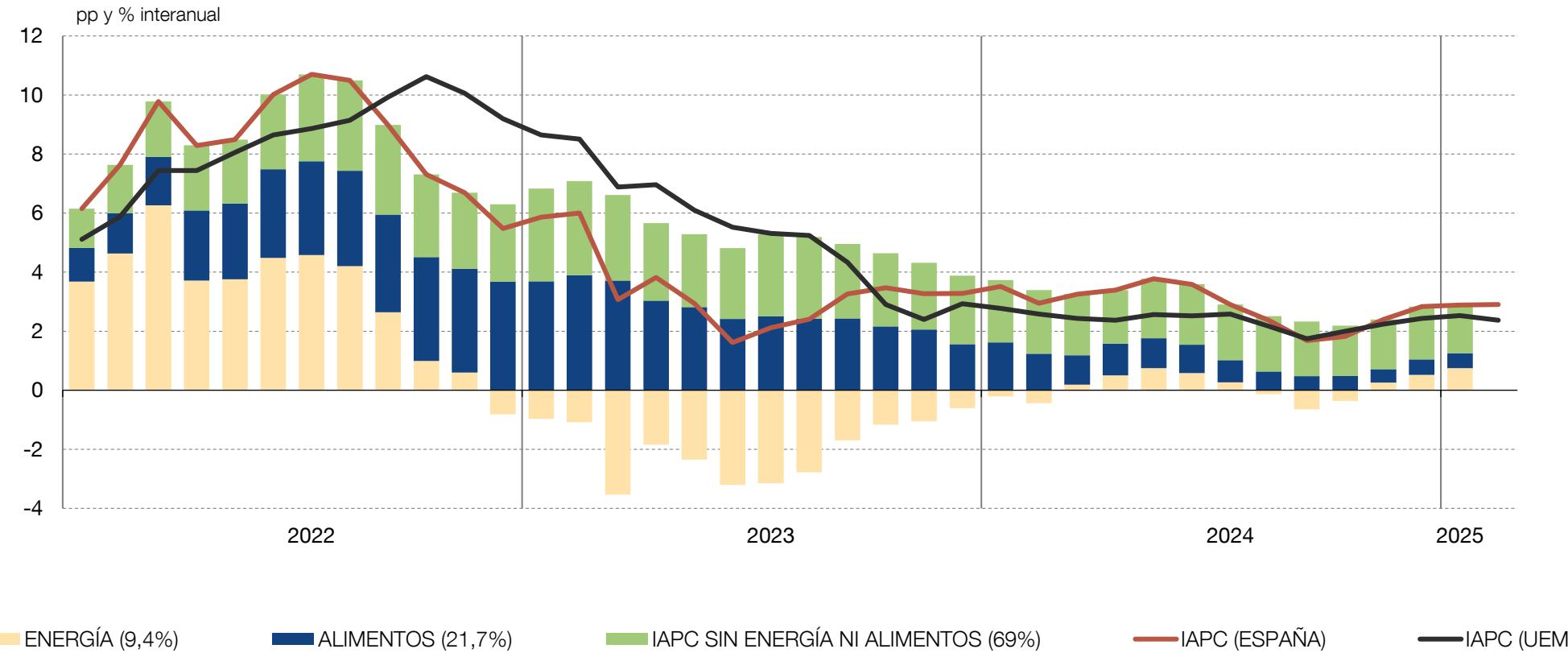


### VARIACIÓN DE LA DEMANDA DE PRÉSTAMOS EN ESPAÑA (a)



Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España. Último dato observado: IV TR 2024. (a) Porcentaje de bancos que señalan un endurecimiento/aumento menos el de los que señalan una relajación/disminución.

### IAPC GENERAL: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES (a)

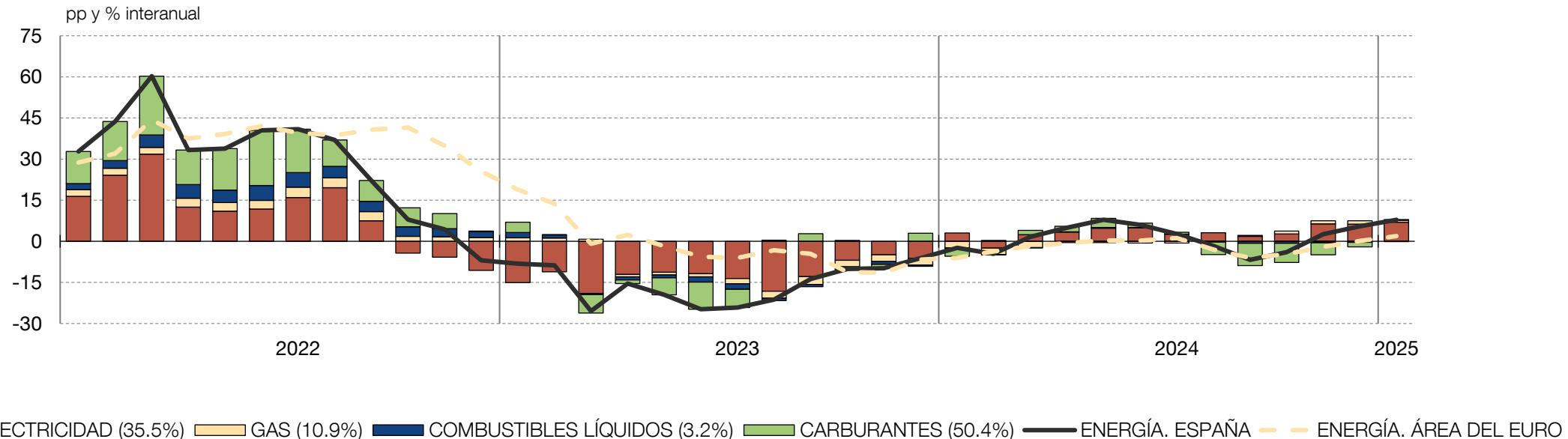


Fuentes: Eurostat y Banco de España. (a) Entre paréntesis figura el peso en 2025 de cada componente en el IAPC general.



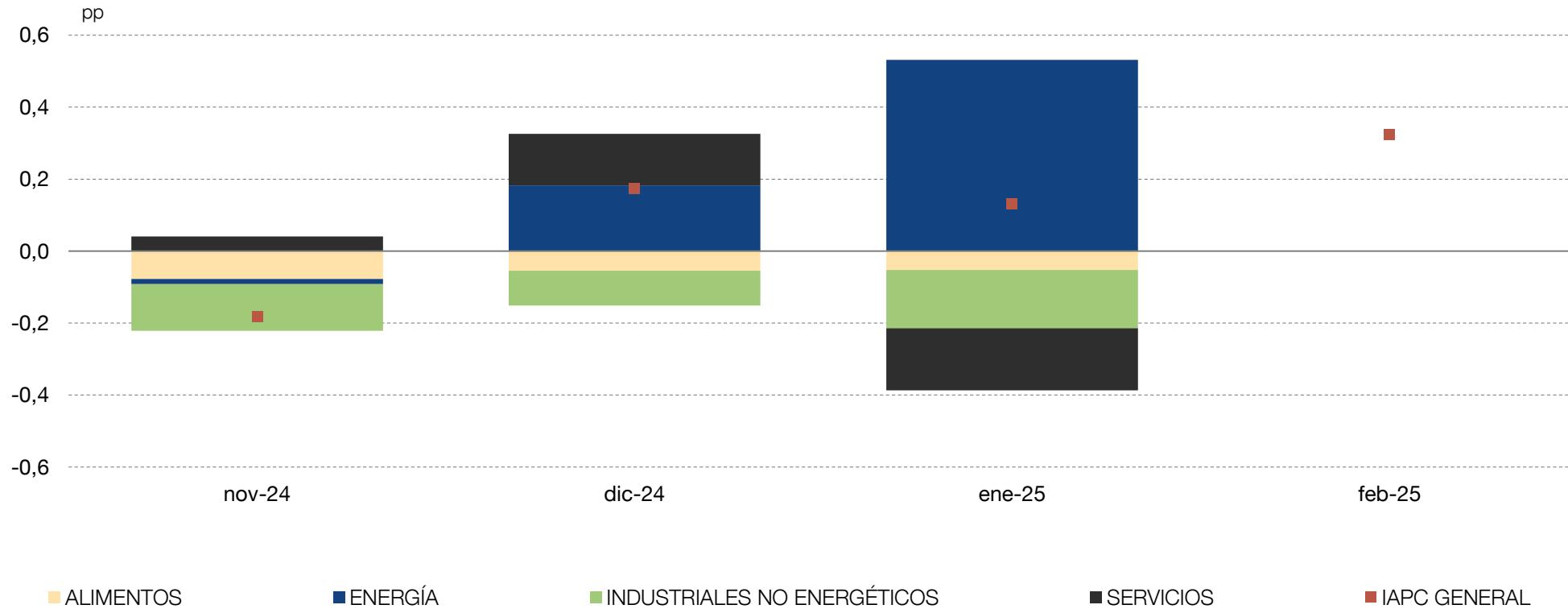
- Además, en enero, el IVA de la electricidad subió desde el 10% al 21%

### IAPC ENERGÍA: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES (a)



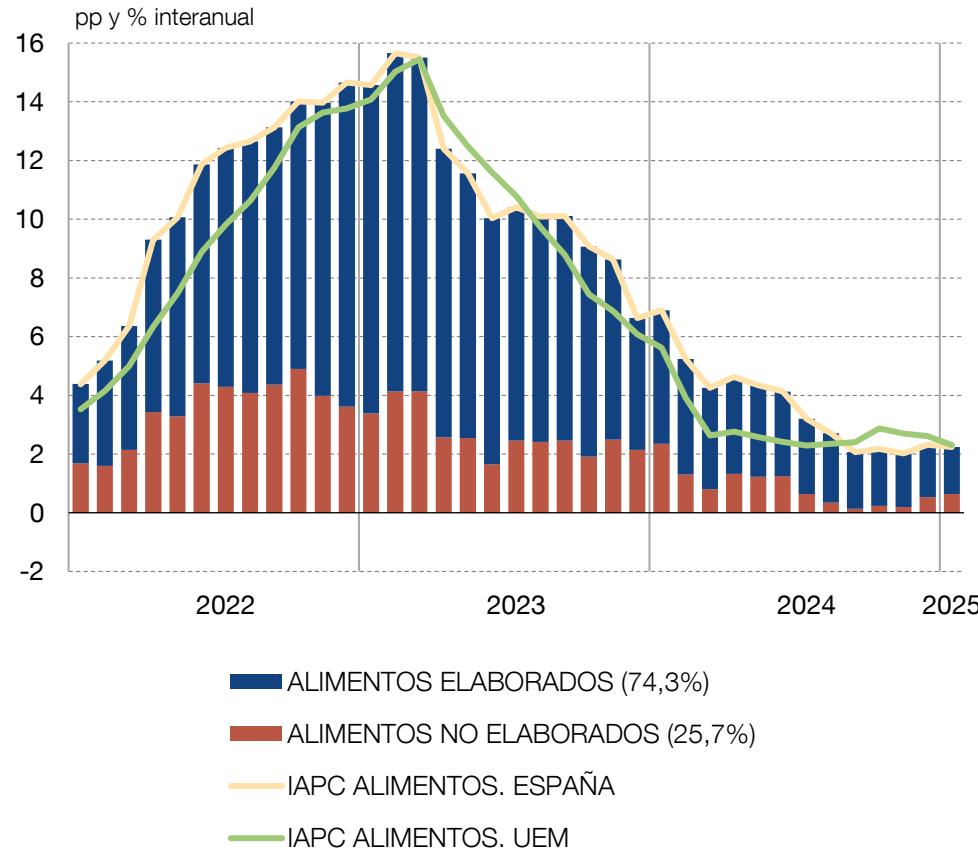
Fuentes: Eurostat y Banco de España. (a) Entre paréntesis figura el peso en 2025 de cada componente en el IAPC de productos energéticos.

**IAPC GENERAL: DIFERENCIA RESPECTO A LAS PREVISIONES DEL IT DE DICIEMBRE**

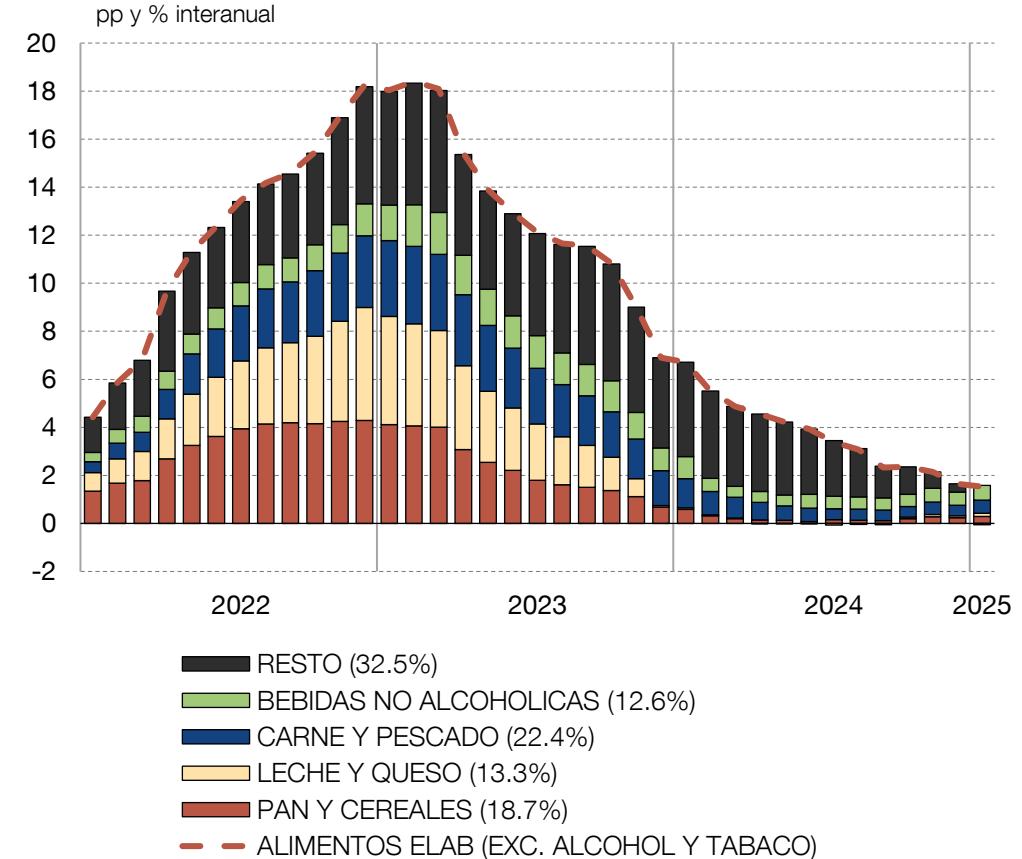


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

**IAPC ALIMENTOS, BEBIDAS Y TABACO (a)**

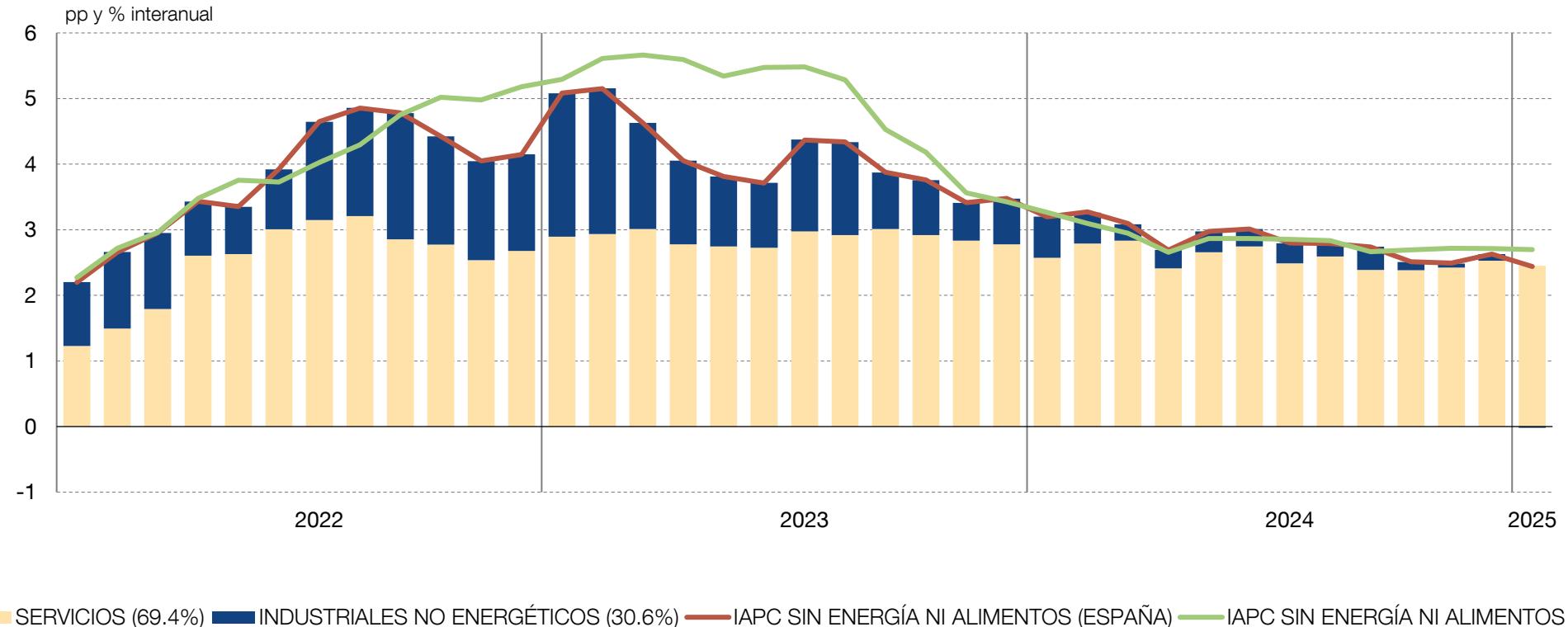


**ALIMENTOS ELABORADOS  
(EXC. ALCOHOL Y TABACO) (b)**



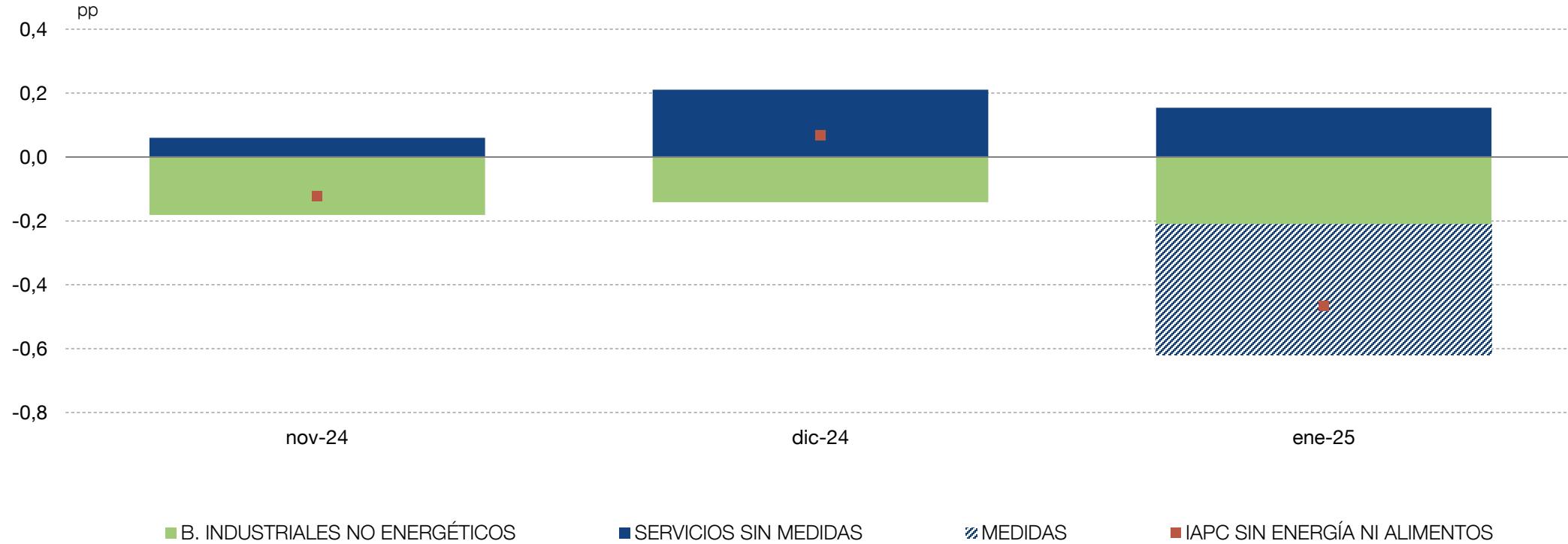
Fuentes: Eurostat y Banco de España. (a) Entre paréntesis figura el peso en 2025 de cada componente en el IAPC de alimentos. (b) Entre paréntesis figura el peso en 2025 de cada componente en el IAPC de alimentos elaborados (exc. alcohol y tabaco).

### IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES (a)



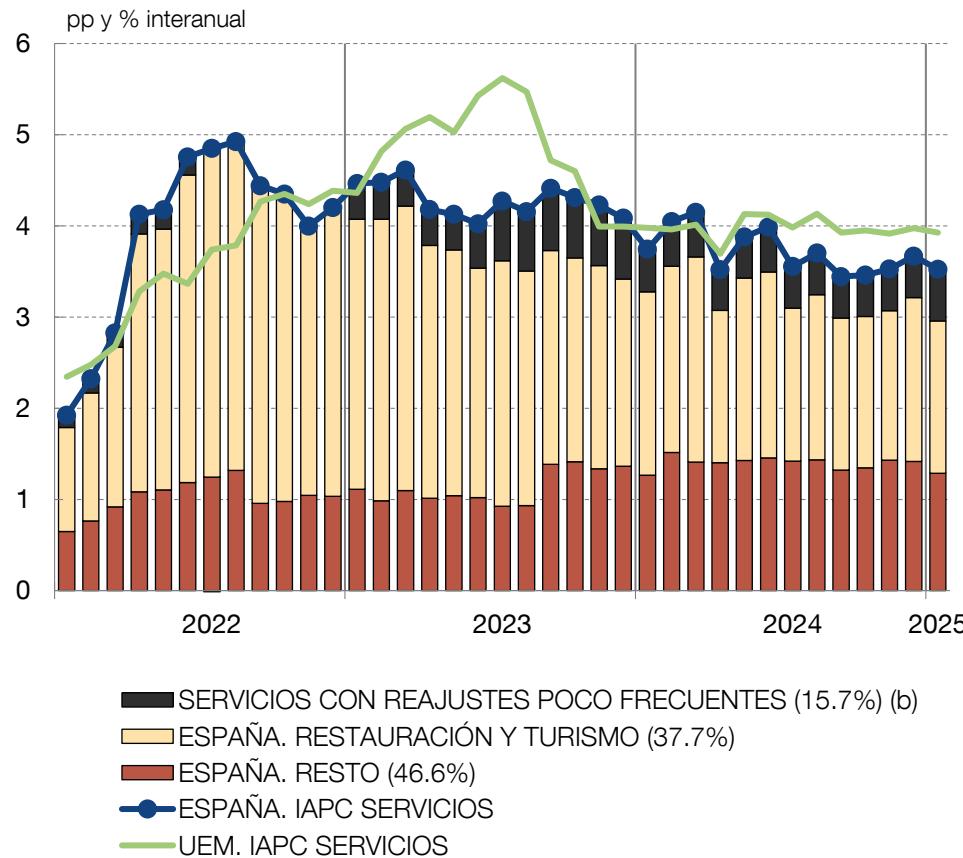
Fuentes: Eurostat y Banco de España. (a) Entre paréntesis figura el peso en 2025 de cada componente en el IAPC sin energía ni alimentos.

**IAPC SIN ENERGÍA Y ALIMENTOS: DIFERENCIA RESPECTO A LAS PREVISIONES DEL IT DE DICIEMBRE**

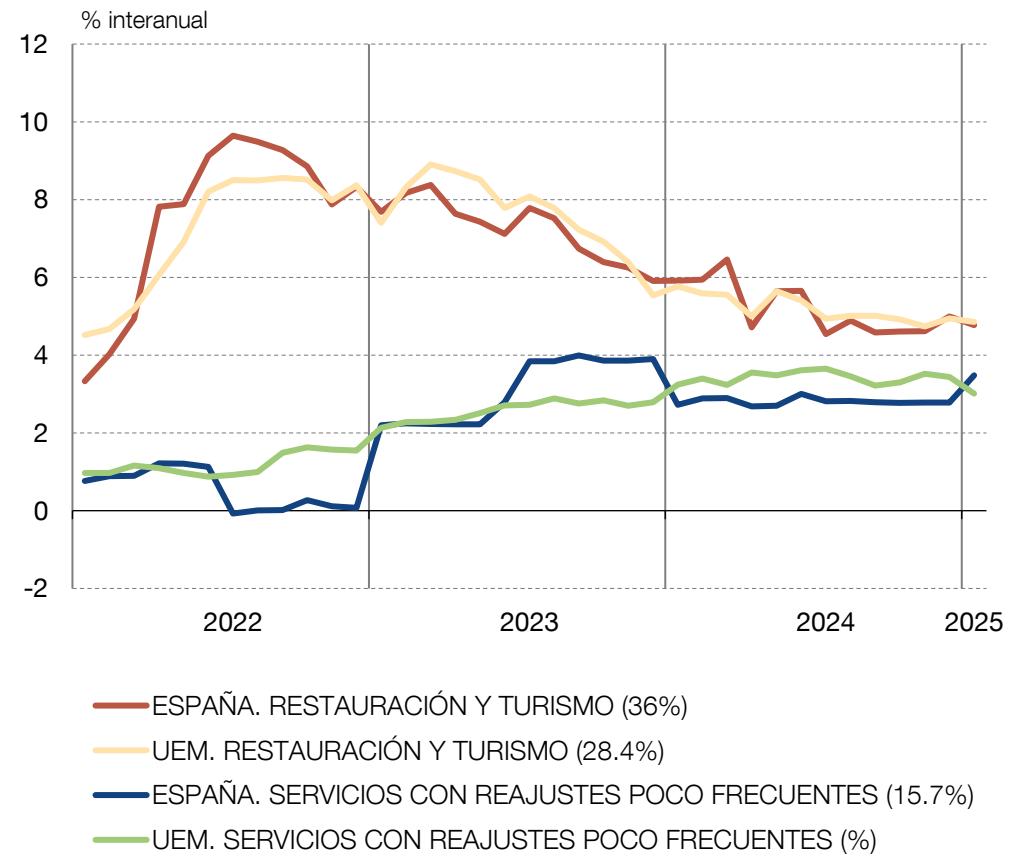


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

**IAPC SERVICIOS: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES (a)**

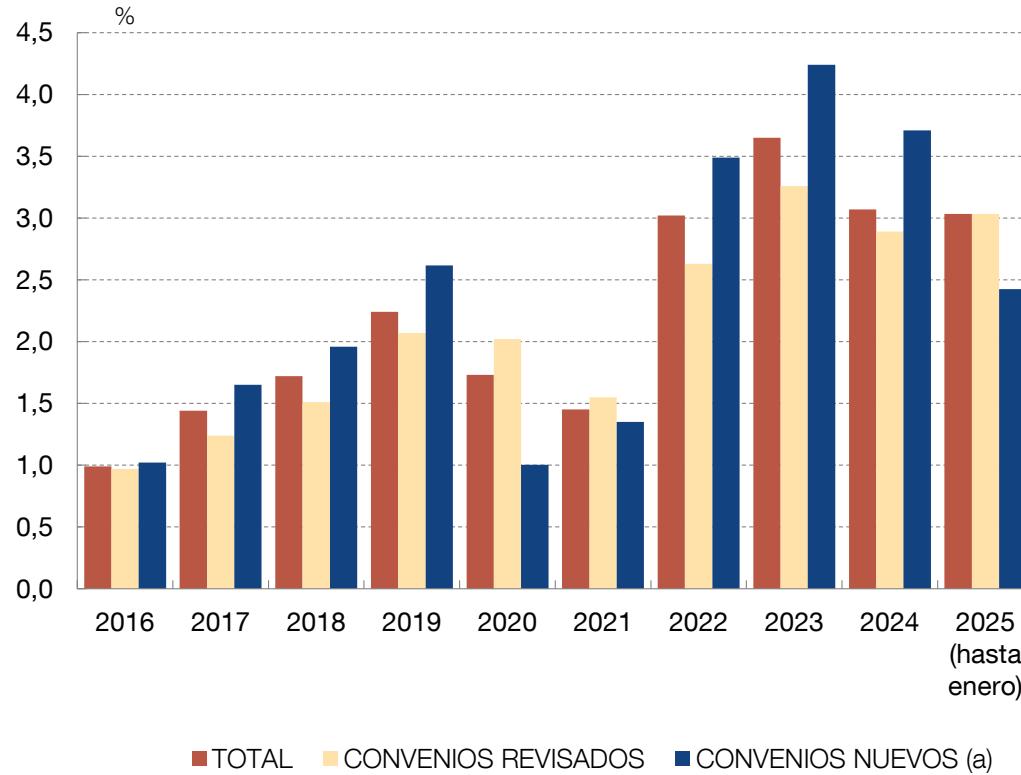


**IAPC SERVICIOS: RESTAURACIÓN Y TURISMO Y RESTO (a)**

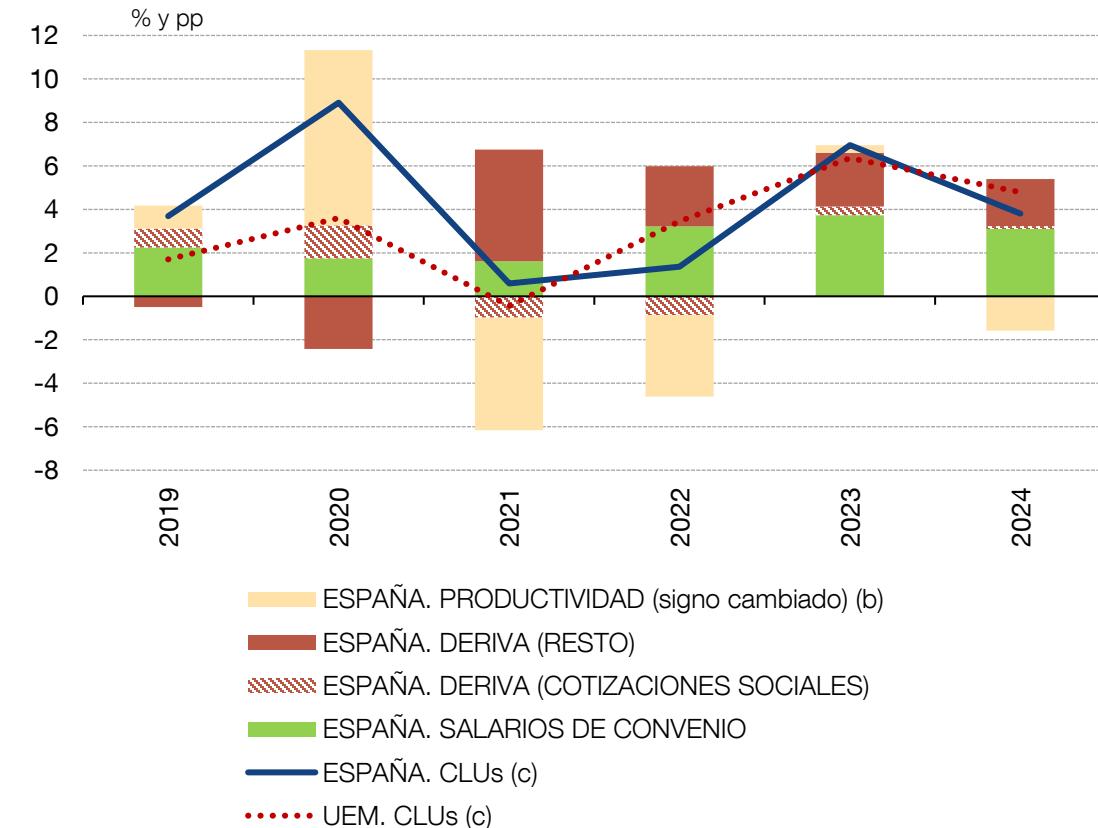


Fuentes: Eurostat y Banco de España. (a) Entre paréntesis figura el peso en 2025 de cada componente en el IAPC servicios.

**CONVENIOS - INCREMENTO SALARIAL PACTADO**

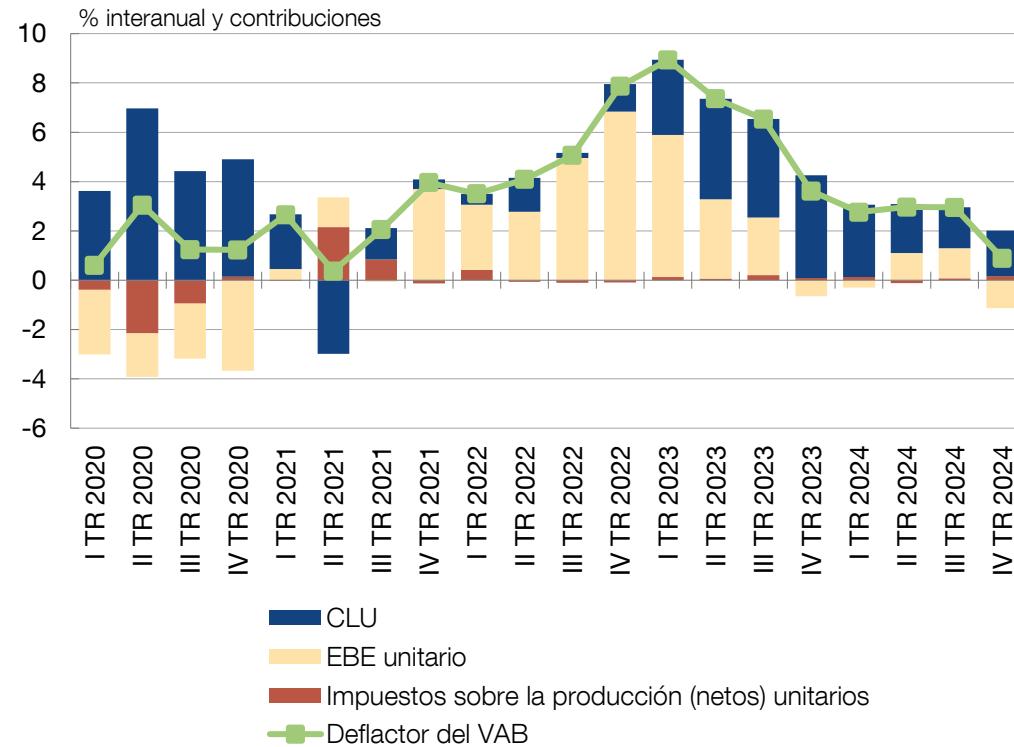


**COSTE LABORAL UNITARIO. EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES (Economía de Mercado)**

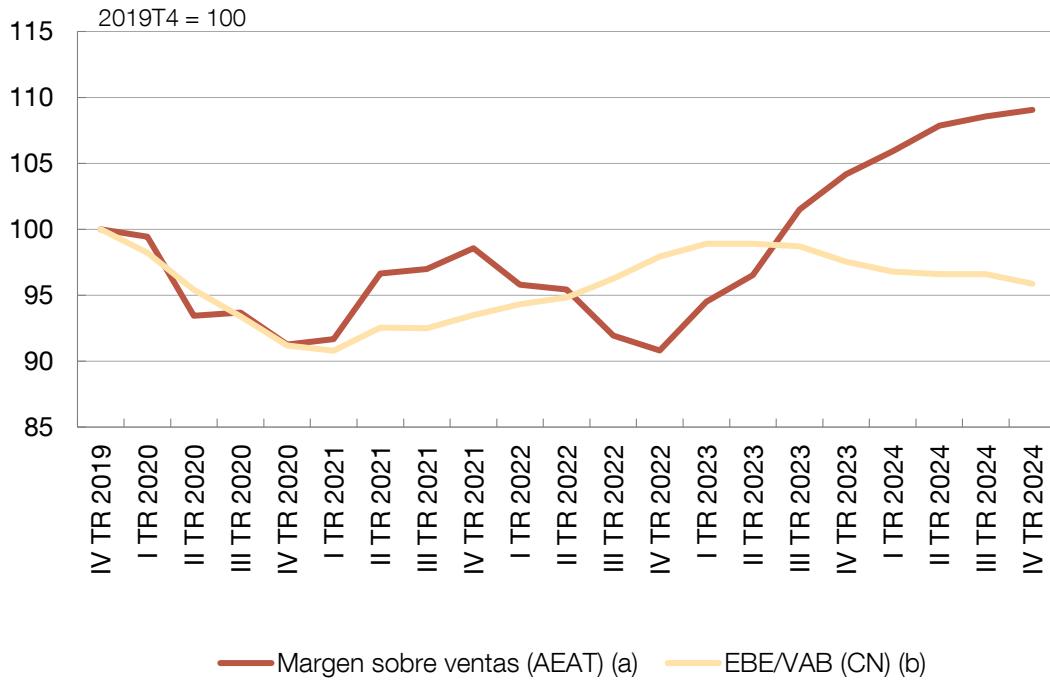


Fuentes: Ministerio de Trabajo y Economía Social, Instituto Nacional de Estadística y Eurostat. (a) Los convenios de nueva firma de enero de 2025 solo afectan a unos 12 mil trabajadores. (b) La productividad se define como valor añadido bruto por asalariado. (c) La variación de los costes laborales unitarios 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.

**DEFLACTOR DEL VALOR AÑADIDO DE LA  
ECONOMÍA DE MERCADO**



**EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES  
EMPRESARIALES**



Fuentes: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y modelos del IVA y retenciones por rendimientos del trabajo y actividades económicas (AEAT). (a) Total empresas excluyendo los sectores de refino (CNAE 19), comercio mayorista de combustibles (CNAE 4671) y gas y electricidad (CNAE 35). El margen sobre ventas se define como el cociente entre el indicador de resultado bruto de explotación y las ventas totales. Datos acumulados de cuatro trimestres, población corriente. (b) Promedio de cuatro trimestres.

# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 2025-2027.

## DESGLOSE PARA LAS PRINCIPALES PARTIDAS

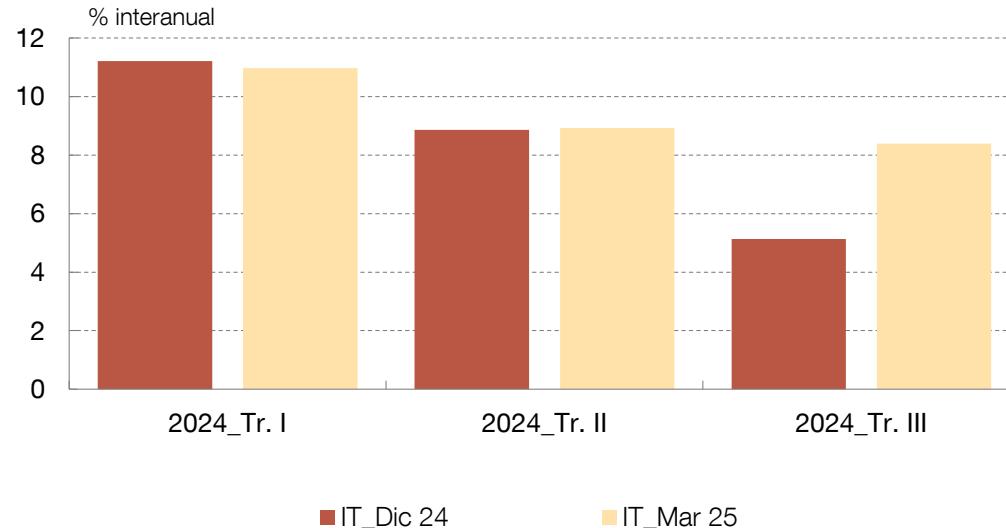
	Proyecciones de marzo de 2025				Proyecciones diciembre de 2024			Diferencia entre las proyecciones actuales y las de diciembre		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIB	3,2	2,7	1,9	1,7	2,5	1,9	1,7	0,2	0,0	0,0
Consumo privado	2,9	3,3	2,1	1,8	2,9	2,0	1,8	0,4	0,1	0,0
Consumo público	4,9	2,2	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7	0,3	0,0	0,0
FBC	1,2	3,0	2,5	1,9	3,1	2,2	1,9	-0,1	0,3	0,0
FBCF	2,3	3,2	2,5	2,3	3,1	2,5	1,9	0,1	0,0	0,4
Exportación de bienes y servicios	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	3,2	2,9	-0,1	-0,3	0,0
Importación de bienes y servicios	2,0	4,0	3,5	3,2	3,8	3,5	3,2	0,2	0,0	0,0
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,8	2,9	2,0	1,7	2,6	1,9	1,7	0,3	0,1	0,0
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
PIB nominal	6,3	4,7	3,9	4,0	4,8	3,8	4,0	-0,1	0,1	0,0
Deflactor del PIB	3,0	2,0	1,9	2,2	2,2	1,8	2,2	-0,2	0,1	0,0
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	2,9	2,5	1,7	2,4	2,1	1,7	2,4	0,4	0,0	0,0
Índice armonizado de precios de consumo sin energía ni alimentos	2,8	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	1,8	-0,1	0,1	0,1
Empleo (personas)	2,2	1,9	1,2	1,0	1,6	1,1	1,0	0,3	0,1	0,0
Empleo (horas)	1,9	1,7	1,2	1,0	1,3	1,1	1,0	0,4	0,1	0,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	11,3	10,5	10,0	9,5	10,8	10,4	9,9	-0,3	-0,4	-0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	4,1	3,8	3,7	3,1	4,2	4,2	3,6	-0,4	-0,5	-0,5
Capacidad(+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,4	-2,8	-2,6	-2,6	-2,9	-2,7	-2,7	0,1	0,1	0,1
Deuda de las AAPP (% del PIB)	101,8	101,3	101,6	101,0	102,6	102,5	101,8	-1,3	-0,9	-0,8

Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: avance cuarto trimestre de 2024. Fecha de cierre de las proyecciones: 21 de febrero de 2025.

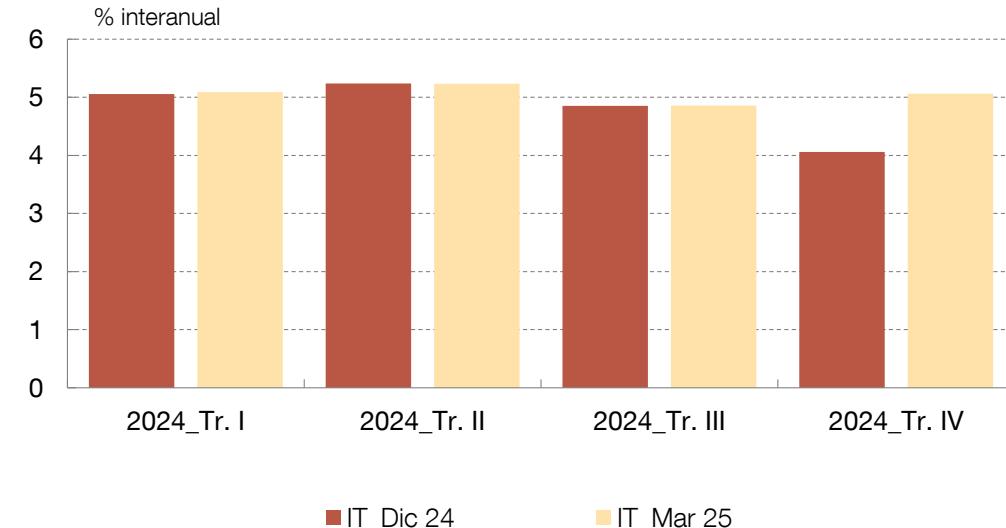


- La renta disponible de los hogares proviene de las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales. Último dato: 3T24 (publicado el 30 de diciembre de 2024)
- La remuneración por asalariado viene de la Contabilidad Nacional Trimestral. Último dato: 4T24 (publicado el 29 de enero de 2025)
- Las sorpresas positivas registradas en ambas variables, junto con la continuada fortaleza del mercado de trabajo, apuntarían a un mayor vigor del consumo privado del contemplado en las proyecciones de diciembre

## RENTA DISPONIBLE DE LOS HOGARES



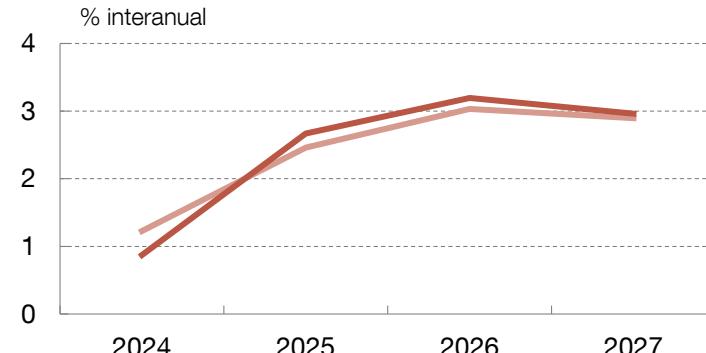
## REMUNERACIÓN POR ASALARIADO



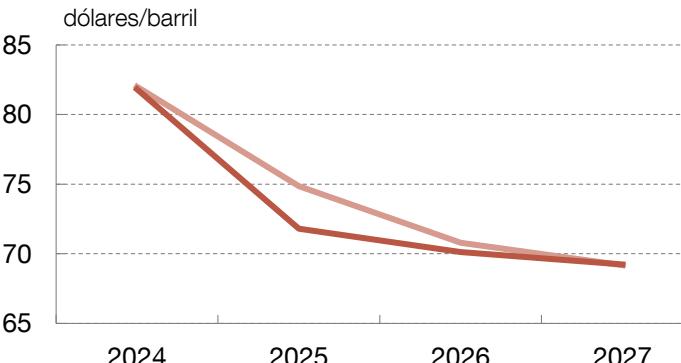
Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

# LOS NUEVOS SUPUESTOS IMPLICAN UNAS CONDICIONES PARA EL DESARROLLO DE LA ACTIVIDAD ALGO MÁS DESFAVORABLES QUE EN DICIEMBRE

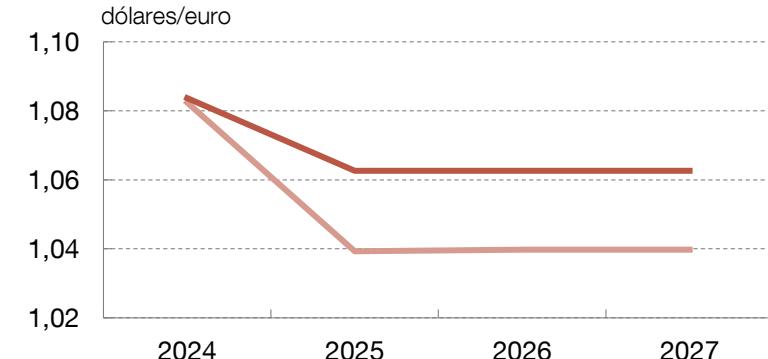
MERCADOS DE EXPORTACIÓN



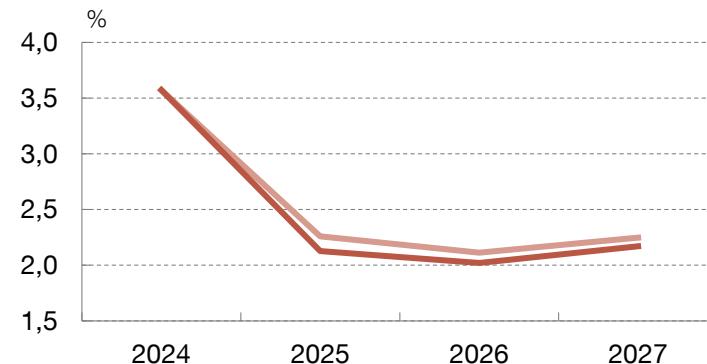
PRECIO DEL PETRÓLEO



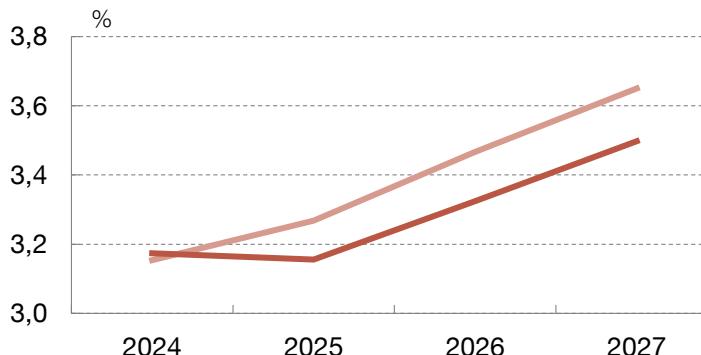
TIPO DE CAMBIO



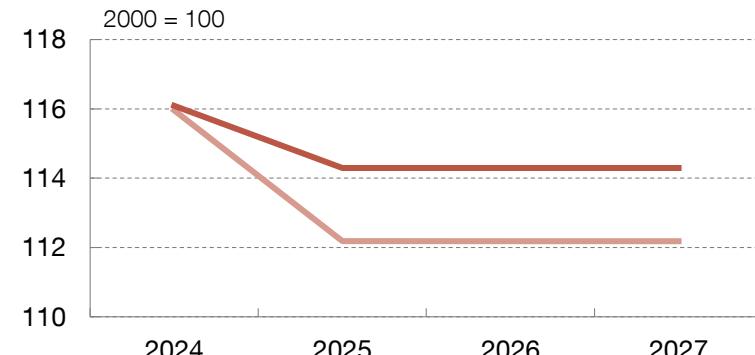
TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO



TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL FRENTE A LA ZONA NO EURO



DICIEMBRE 2024

MARZO 2025

Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.

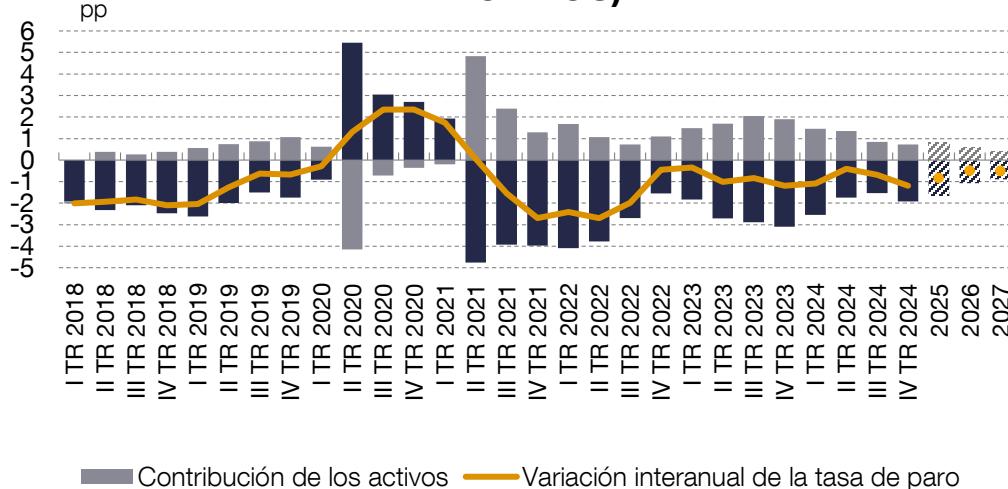


- La tasa de paro continuará decreciendo en el horizonte 2025-2027, en un contexto de menor creación de empleo, pero también de cierta desaceleración en el incremento de la población activa

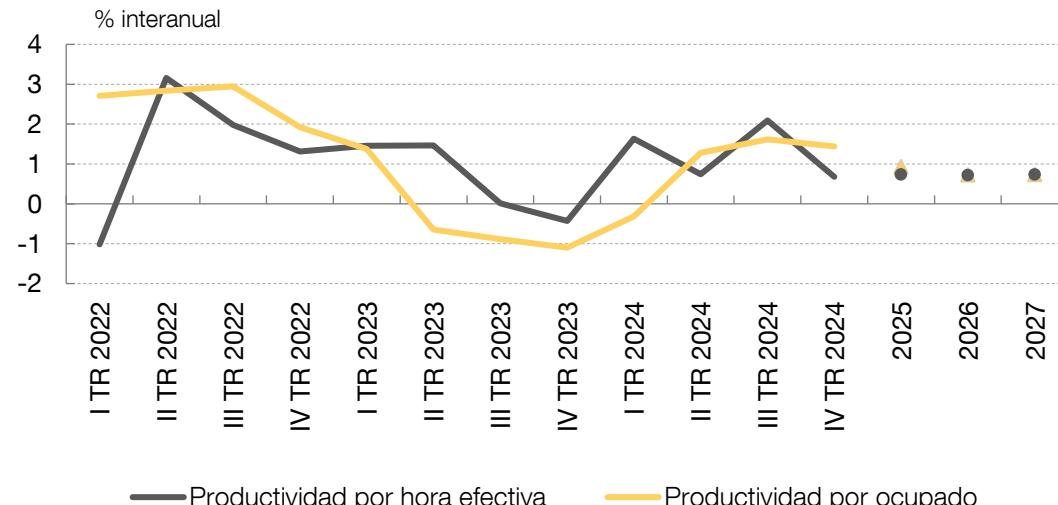


- El avance previsto para el empleo, menor que el proyectado para el PIB, implicaría un aumento de la productividad por ocupado en 2025-2027, que crecería a tasas algo menores que las observadas durante 2024, pero ligeramente por encima de las registradas en el promedio del período 2000-2019

### TASA DE PARO (VARIACIÓN INTERANUAL Y CONTRIBUCIÓN DE LOS OCUPADOS Y LOS ACTIVOS)



### PRODUCTIVIDAD



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

# LOS INDICADORES CUALITATIVOS MÁS RECENTES APUNTAN A UN INICIO DE 2025 CON CRECIMIENTOS MÁS MODERADOS EN LA INVERSIÓN PRODUCTIVA QUE EN 4T24

## PMI



Tras el repunte observado a finales de 2024, los nuevos pedidos han entrado en zona de contracción

## CONFIANZA



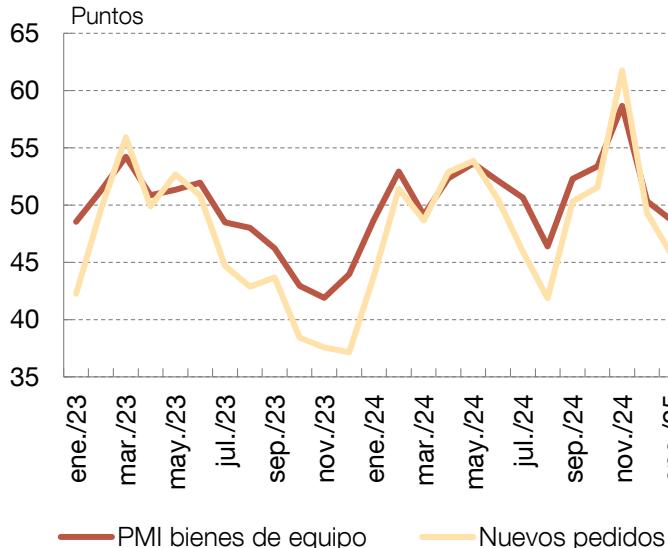
La confianza industrial muestra señales de una relativa estabilidad

## EBAE

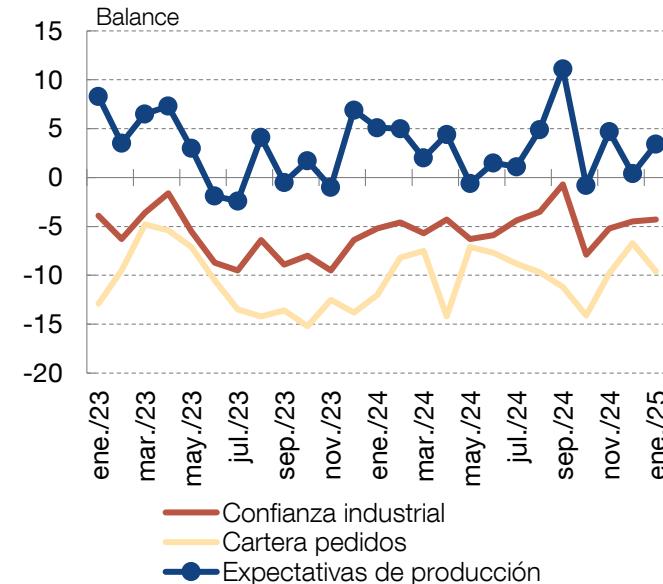


El crecimiento de la inversión continuaría en 1T25, por cuarto trimestre consecutivo, aunque a un ritmo algo inferior al de 4T24

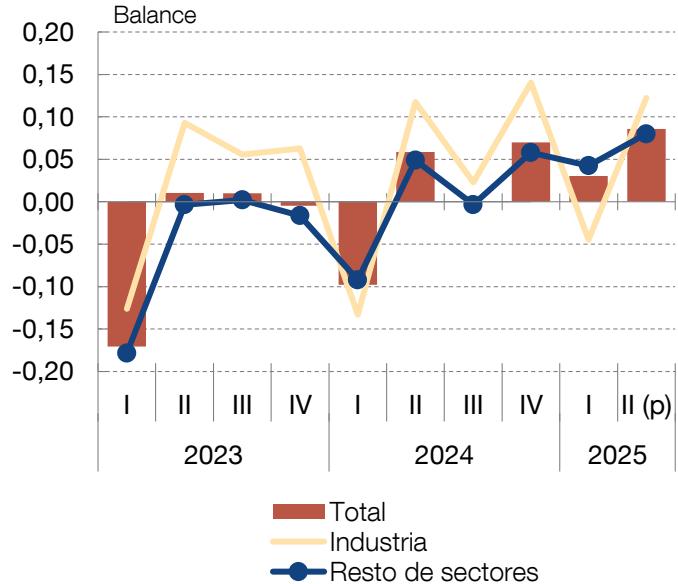
### PMI BIENES DE EQUIPO



### CONFIANZA INDUSTRIAL



### EBAE: VARIACIÓN DE LA INVERSIÓN

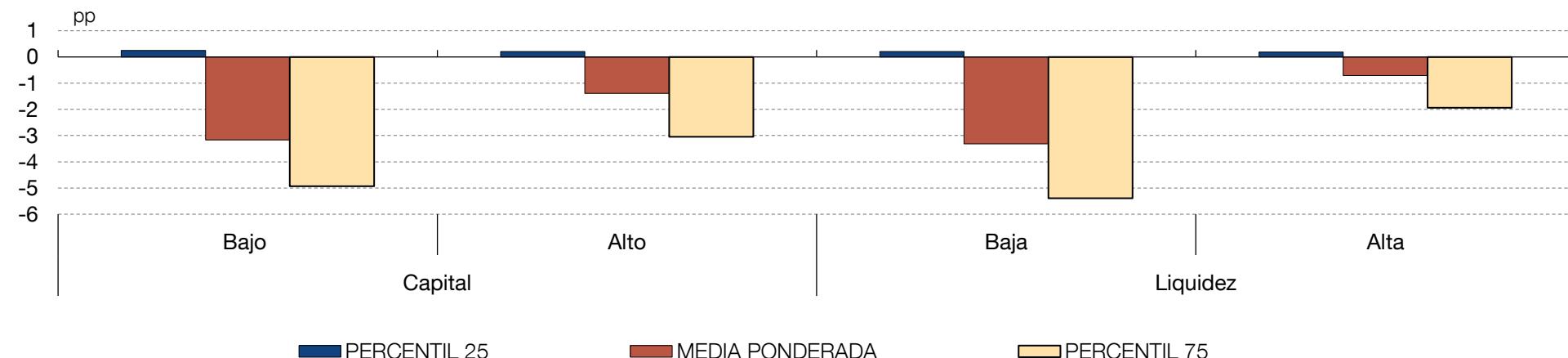


Fuentes: S&P Global, Comisión Europea y Banco de España.



- [Estimaciones del Banco de España](#) muestran que el incremento del coste de la deuda entre 2022 y 2023 provocó una mayor caída de la inversión para empresas con bajas ratios de capital y liquidez. En términos agregados, la caída de la inversión debido al aumento del coste de la deuda habría sido –todo lo demás constante– del 16,4% con respecto a 2021
- El descenso esperado en el coste de la deuda entre diciembre de 2023 y junio de 2025 podría elevar la inversión empresarial un 6,5% respecto de su nivel del 2023

### EFFECTOS ECONÓMICOS DEL COSTE DE FINANCIACIÓN EMPRESARIAL SOBRE LA RATIO DE INVERSIÓN/ACTIVO TOTAL SEGÚN RATIOS CAPITAL Y LIQUIDEZ

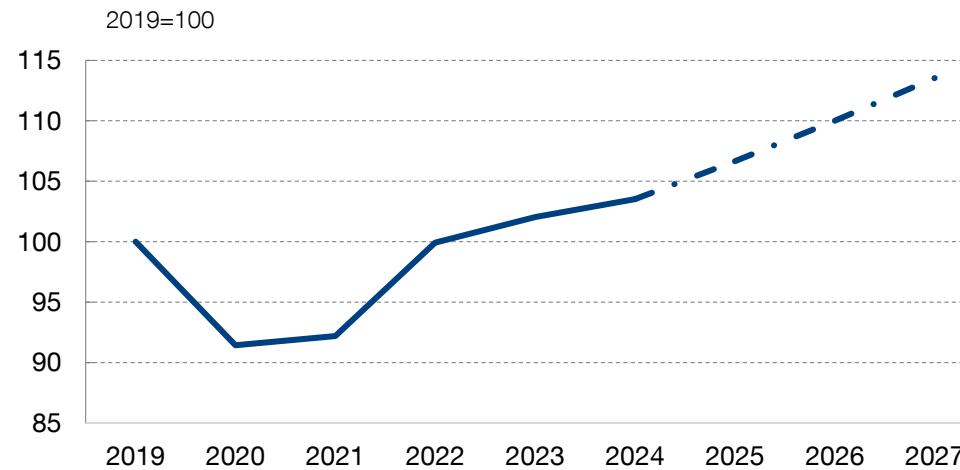


Fuente: [Banco de España](#).

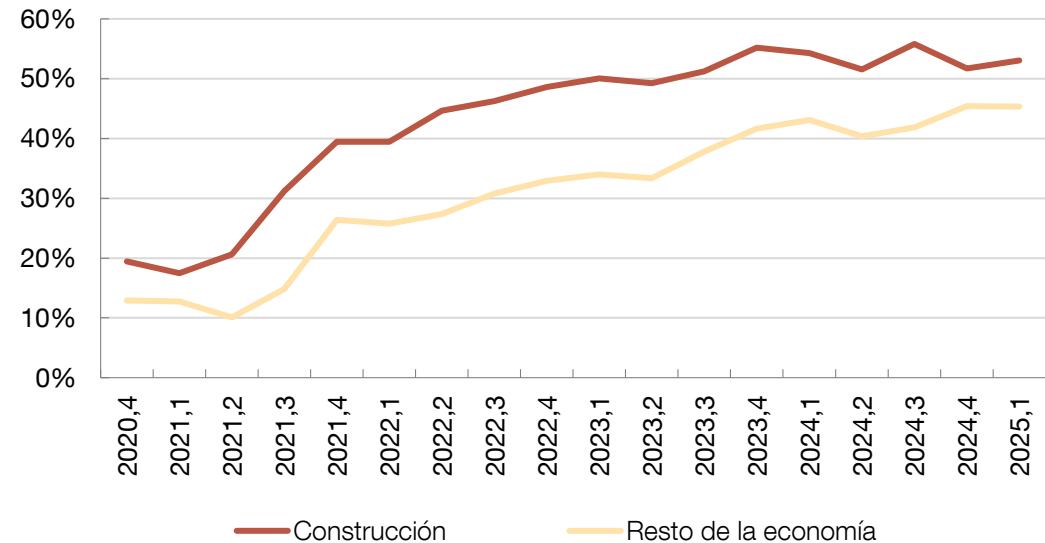


- Esta aceleración prevista de la actividad en el mercado de la vivienda sería más favorecedora del crecimiento económico en la medida en que se pudieran reducir algunos de los cuellos de botella que afectan actualmente al sector de la construcción y se consiguiera aumentar su productividad

### INVERSIÓN EN VIVIENDA



### EMPRESAS AFECTADAS POR LAS DIFICULTADES EN LA DISPONIBILIDAD DE MANO DE OBRA



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España (EBAE).

# LA DESACELERACIÓN PREVISTA DE LAS EXPORTACIONES TURÍSTICAS PODRÍA VERSE AFECTADA POR LA EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

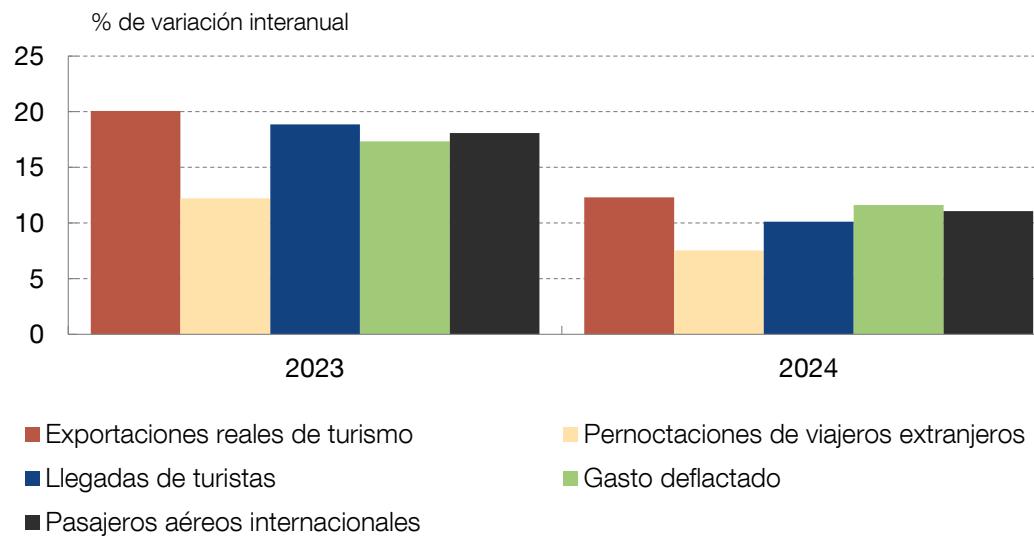


- En los últimos trimestres, los principales indicadores de turismo en España, si bien siguen creciendo a tasas relativamente robustas, muestran señales claras de desaceleración

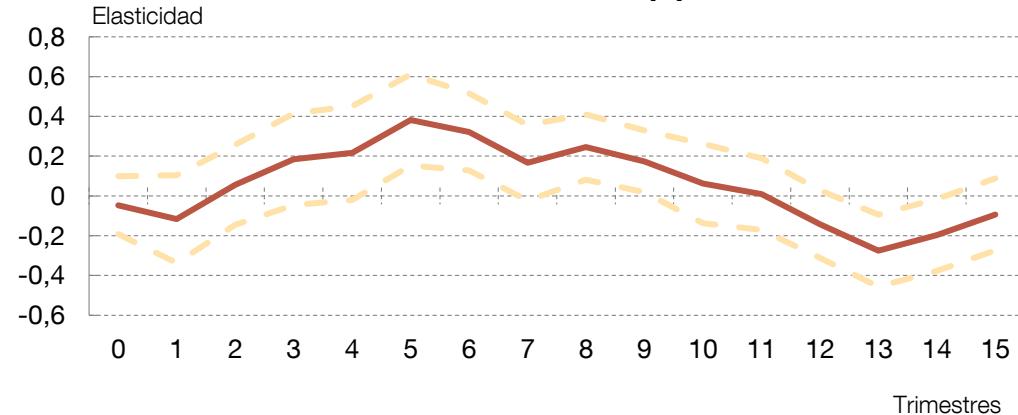


- En un contexto internacional muy complejo, los tipos de cambio están experimentando, recientemente, una considerable volatilidad
- La evidencia histórica sugiere que una depreciación del euro tendría un efecto positivo máximo sobre los flujos turísticos hacia España con un retardo de aproximadamente 5 trimestres

## PRINCIPALES INDICADORES DE TURISMO

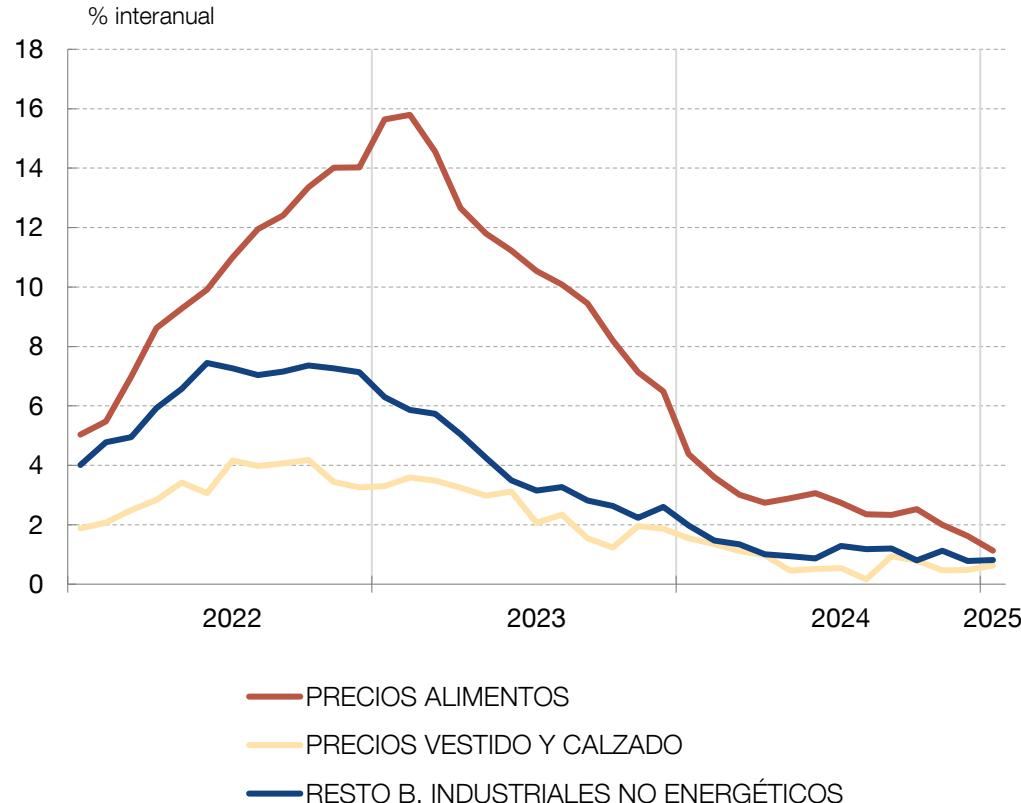


## RESPUESTA DE LAS PERNOCACIONES HOTELERAS DE EXTRANJEROS EN ESPAÑA A UNA DEPRECIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO DEL EURO (a)

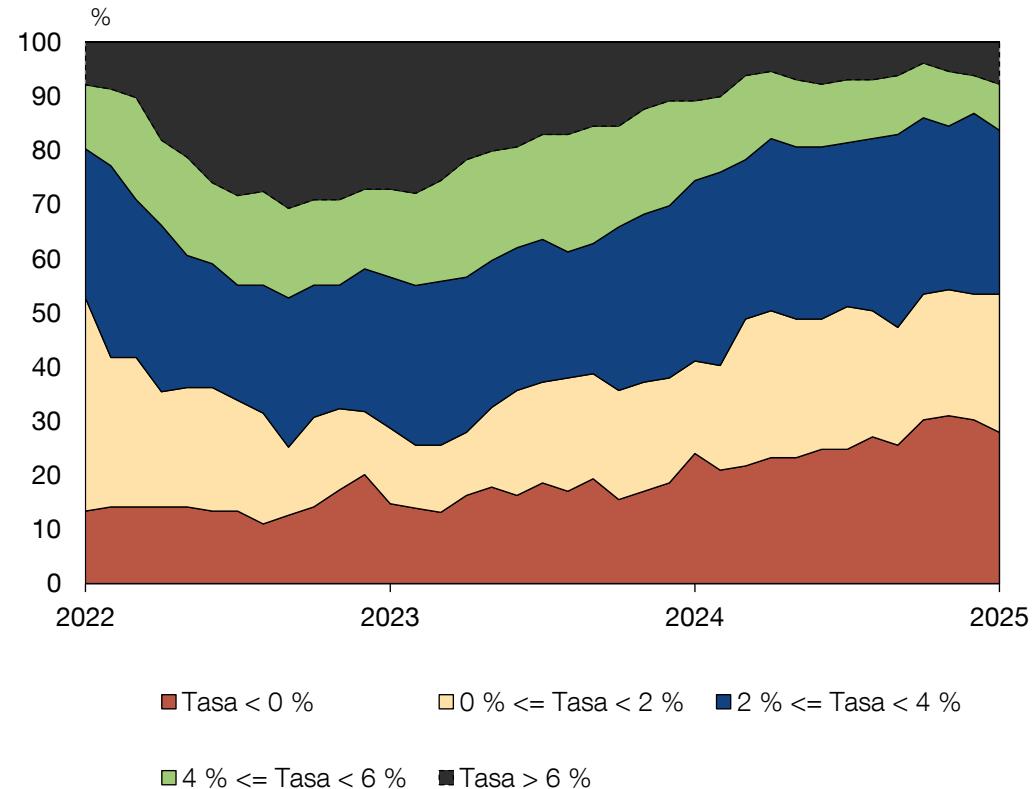


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística, AENA y Banco de España. (a) Depreciación del tipo de cambio del 1% frente al dólar, en impacto. Bandas de confianza al 90%.

## INDICADORES DE PRECIOS INDUSTRIALES

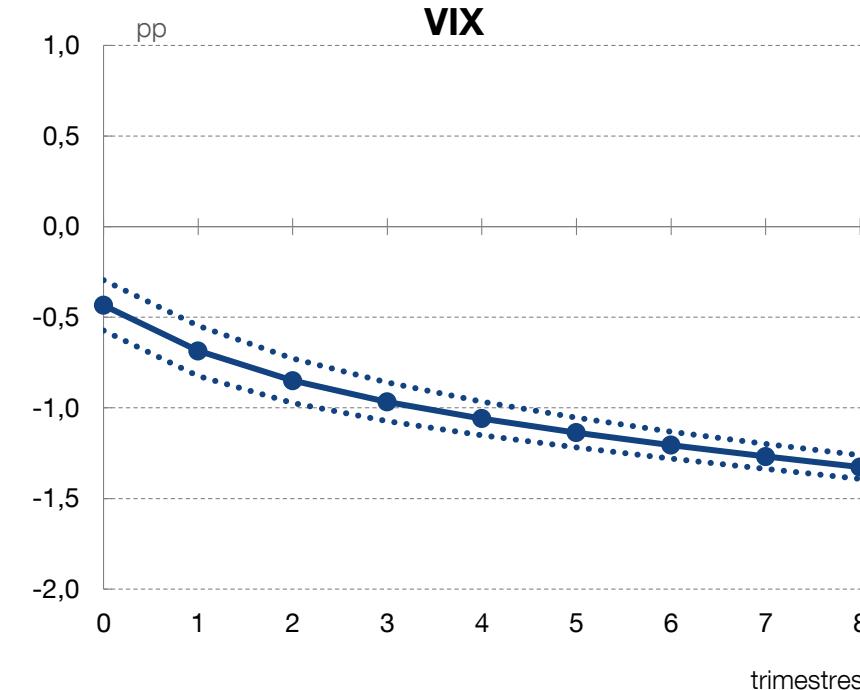
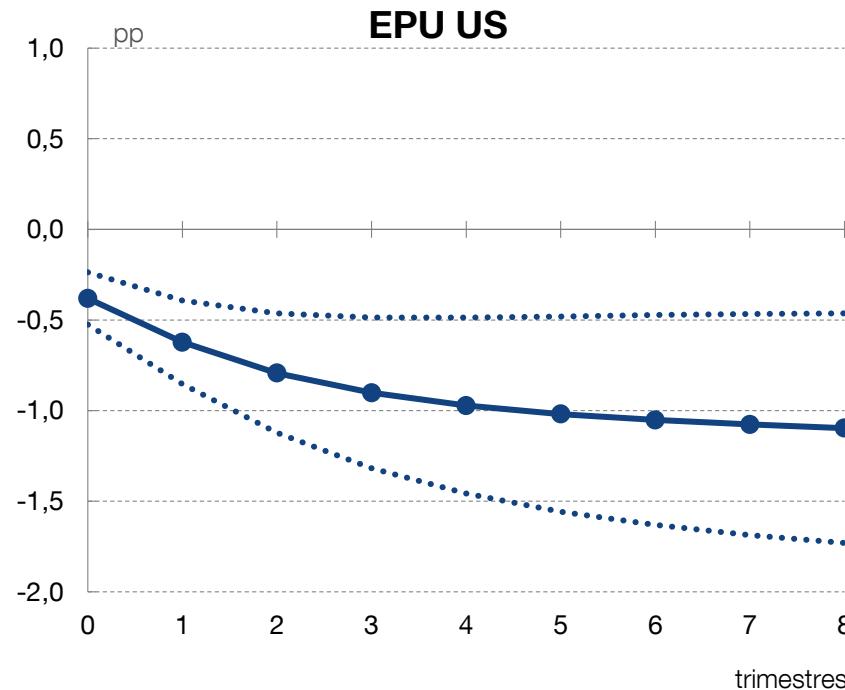


## IAPC EXC. ENERGÍA Y ALIMENTOS: PORCENTAJE DE SUBCLASES POR RANGO DE CRECIMIENTO INTERANUAL (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. (a) Último dato: enero 2025.

**IMPACTO ACUMULADO SOBRE EL NIVEL DEL PIB ESPAÑOL DE UN INCREMENTO  
DE LA INCERTIDUMBRE GLOBAL EN UNA 1 DESVIACIÓN ESTÁNDAR**



Fuente: Banco de España. Bandas de confianza al 95%.



- El consenso de los analistas espera que España siga creciendo en 2025-2026 sensiblemente más que la UEM, Francia y Alemania

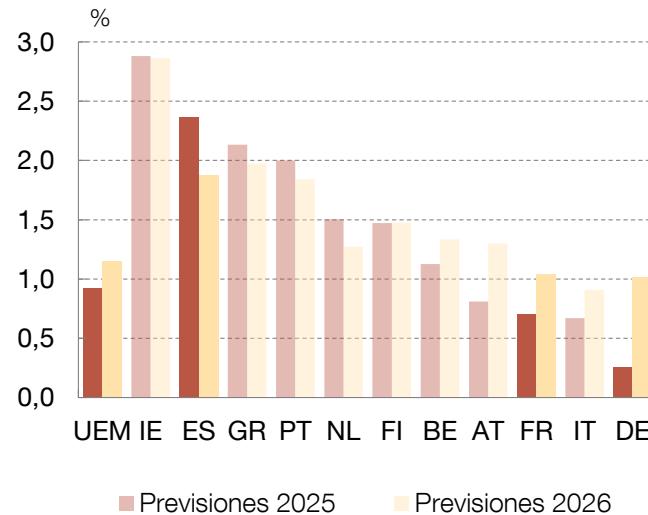


- De acuerdo con las regularidades históricas, por cada punto porcentual de retroceso en la actividad económica de la UEM, las exportaciones españolas caerían entre un 0,5% y un 0,6%

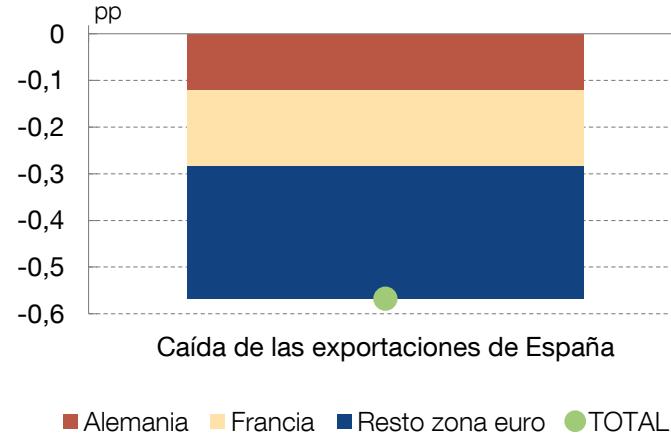


- En los últimos trimestres, esta sensibilidad está siendo menor, en parte porque las exportaciones españolas parecen estar sustituyendo a las alemanas en algunos mercados europeos
- ¿Será permanente/transitorio?

### CRECIMIENTO DEL PIB

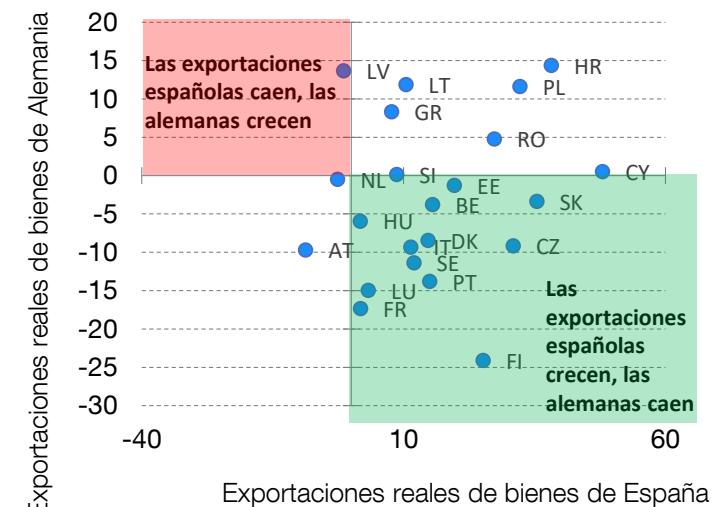


### RESPUESTA EXPORTACIONES ESPAÑOLAS A UNA CAÍDA DE 1 PP EN LAS IMPORTACIONES TOTALES DE LA UEM



Fuentes: Consensus Economics, Eurostat y Banco de España.

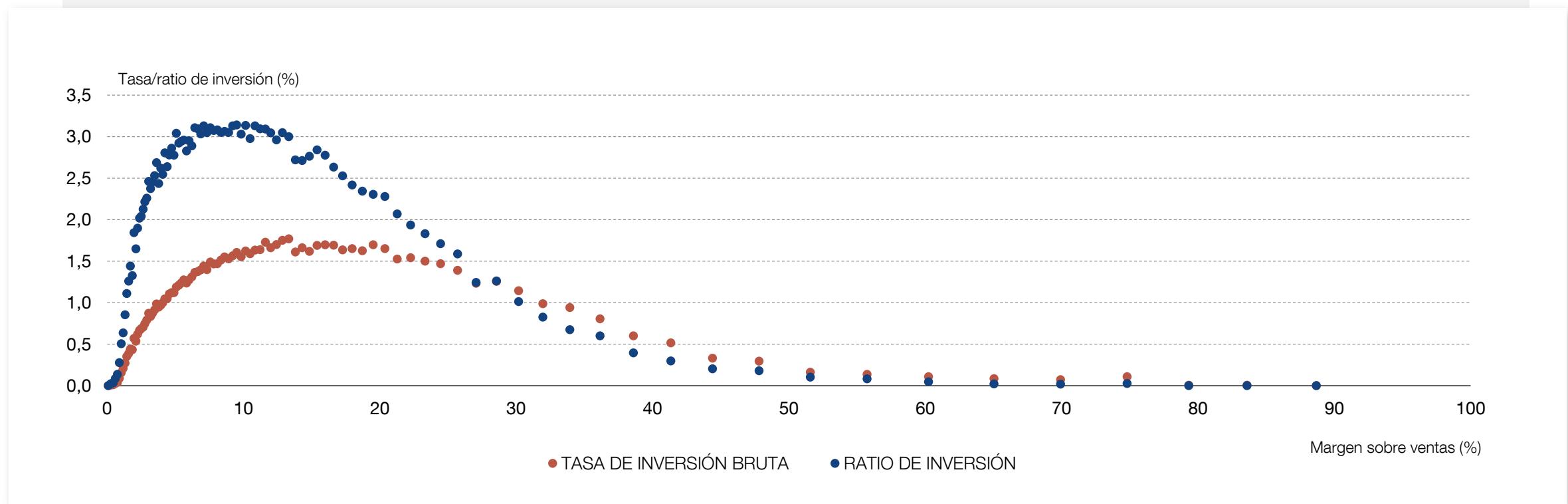
### EXPORT. DE ALEMANIA VS EXPORT. DE ESPAÑA. TASAS DE VARIACIÓN 2024-2019



# SE PROYECTA UNA RELATIVA ATONÍA DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES A FUTURO, QUE PODRÍA LIMITAR LA RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN



- Un [estudio reciente del Banco de España](#) estima una relación con forma de U invertida entre márgenes e inversión en la economía española: para niveles reducidos de los márgenes empresariales existe una relación positiva entre márgenes e inversión, mientras que para niveles elevados de los márgenes ocurre lo contrario



Fuente: [Banco de España](#).