

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ESPAÑA

DAVID LÓPEZ SALIDO

DIRECTOR GENERAL DE ECONOMÍA

9 DE OCTUBRE DE 2026

BANCODE **ESPAÑA**
Eurosistema



PRINCIPALES MENSAJES

- **Elevada incertidumbre:** la guerra ha alterado los supuestos de partida, principalmente por el encarecimiento de la energía, haciendo más necesario el uso de escenarios.
- **Resiliencia** de la actividad global, con más inflación.
- **Factores específicos de la economía española:** diferencial de crecimiento e inflación con la UEM.
- **La extensión del paquete de medidas energéticas** reduce la inflación en 2026 y aumenta el déficit público.

ÍNDICE

1

**Contexto
internacional**

2

**Datos y
proyecciones de
actividad**

3

**Inflación: datos,
proyecciones y
diferencial con la
UEM**

4

**Escenarios
alternativos**

ÍNDICE

1

**Contexto
internacional**

2

**Datos y
proyecciones de
actividad**

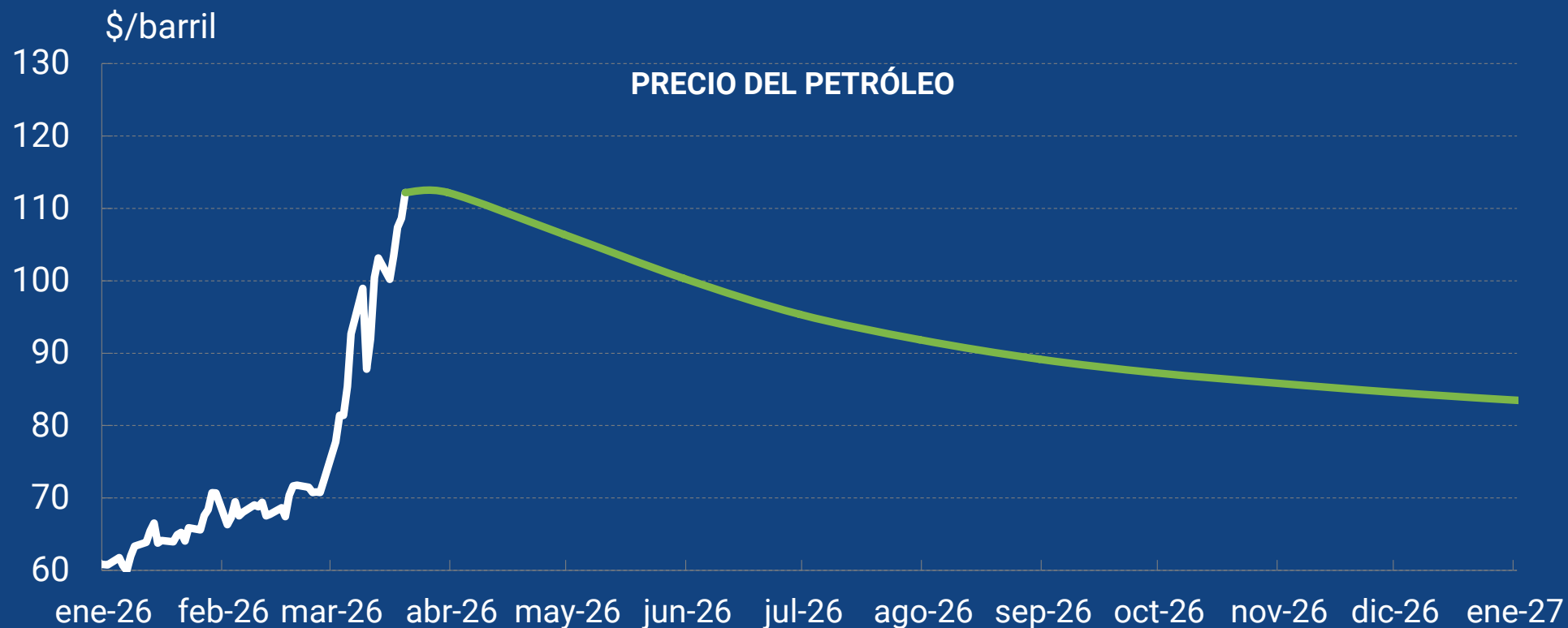
3

**Inflación: datos,
proyecciones y
diferencial con la
UEM**

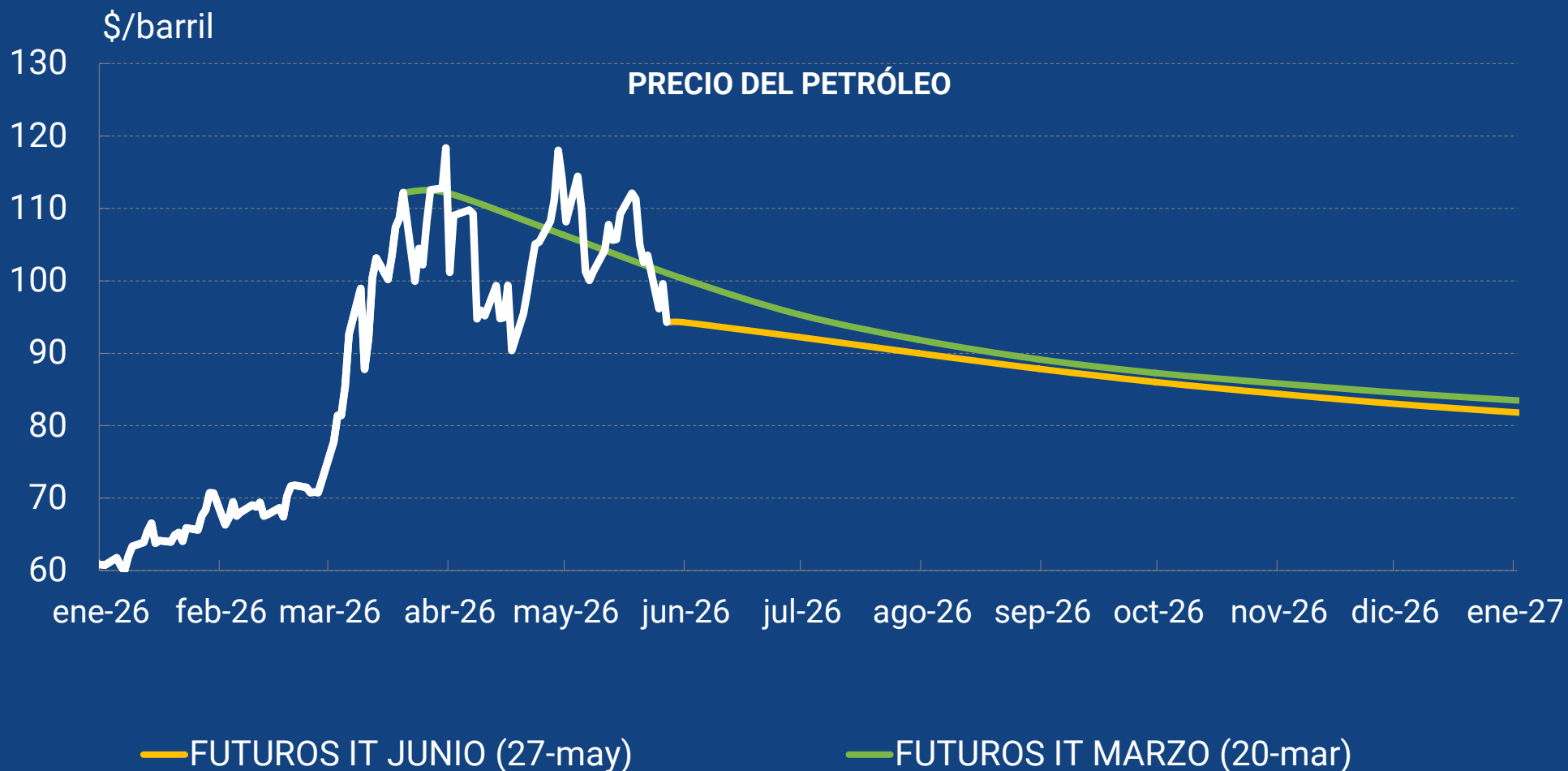
4

**Escenarios
alternativos**

PRECIO DEL PETRÓLEO: CONTEXTO VOLÁTIL E INCIERTO



EN JUNIO SE PROYECTABA UNA SENDA DE NORMALIZACIÓN...

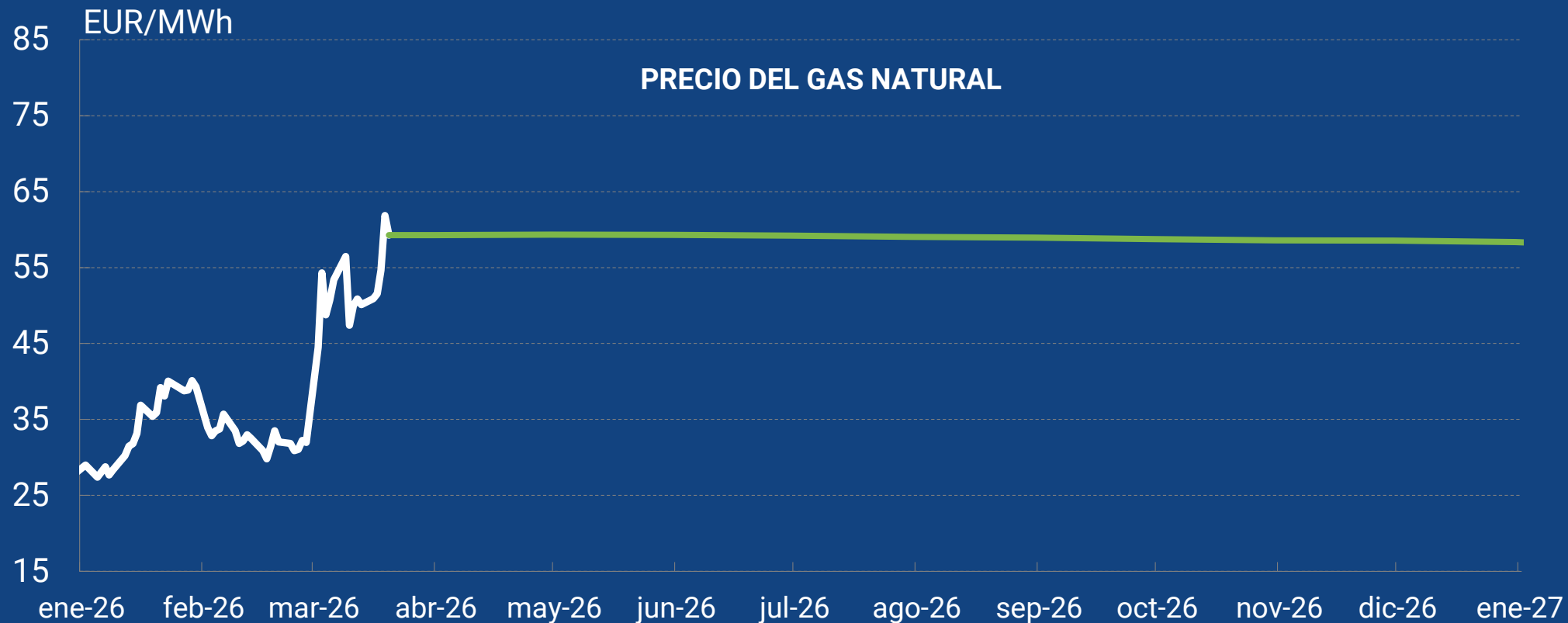


SIN EMBARGO, LOS PRECIOS ACTUALES REPUNTAN Y PRESENTAN MAYOR PERSISTENCIA

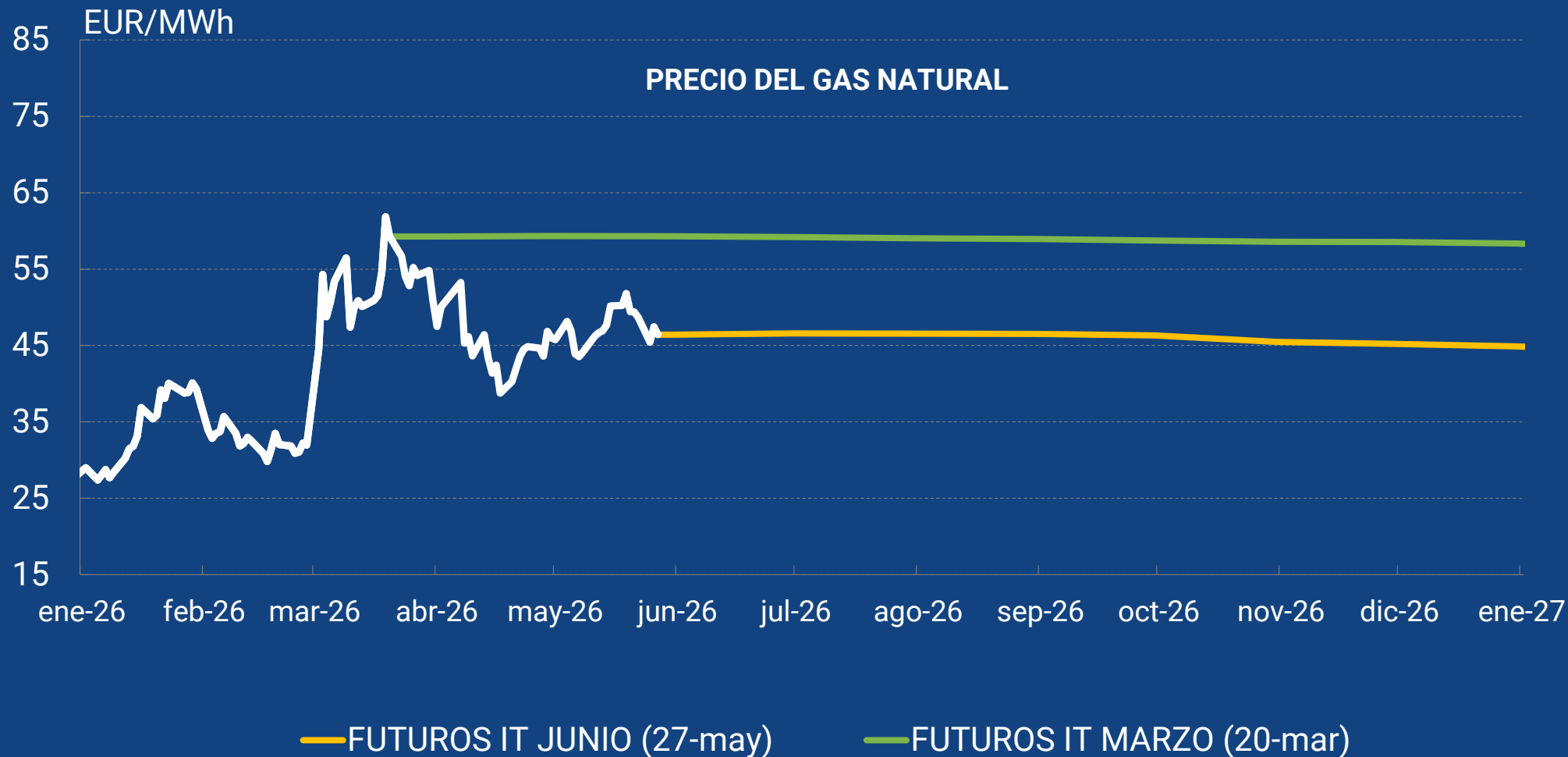


Fuente: LSEG. Último dato: 5 octubre 2026

PRECIOS DEL GAS: CONTAGIO PROGRESIVO...



... LOS PRECIOS SE ESTABILIZARON EN LOS MESES SIGUIENTES...



...REPUNTANDO EN VERANO, Y CON MAYOR PERSISTENCIA



LA PRESIÓN EN LOS PRECIOS ENERGÉTICOS SE TRASLADA A LOS MÁRGENES DE REFINO



Fuente: LSEG. Último dato: 5 octubre 2026

El crack 3-2-1 aproxima el margen bruto de refino suponiendo que tres barriles de crudo se transforman en dos de gasolina y uno de destilados, como el diésel. Se calcula restando al valor de esos combustibles el coste de los tres barriles de crudo y dividiendo el resultado entre tres para expresarlo por barril de crudo.

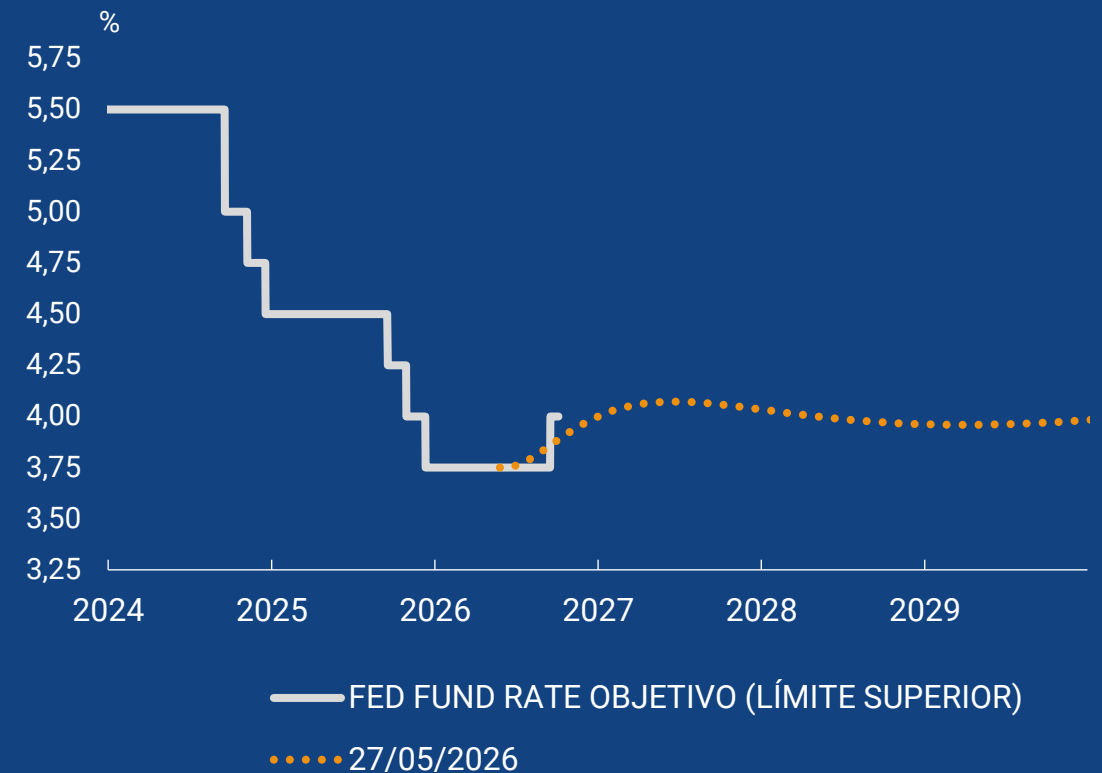
TIPOS DE INTERÉS Y TIPO DE CAMBIO

SE ANTICIPAN SUBIDAS ADICIONALES DE LOS TIPOS OFICIALES

FACILIDAD DE DEPÓSITO Y OIS €STR FORWARD INSTANTÁNEO
ESTIMADO. UEM (a)



FED FUND RATE Y OIS FORWARD INSTANTÁNEO
ESTIMADO. EEUU (b)

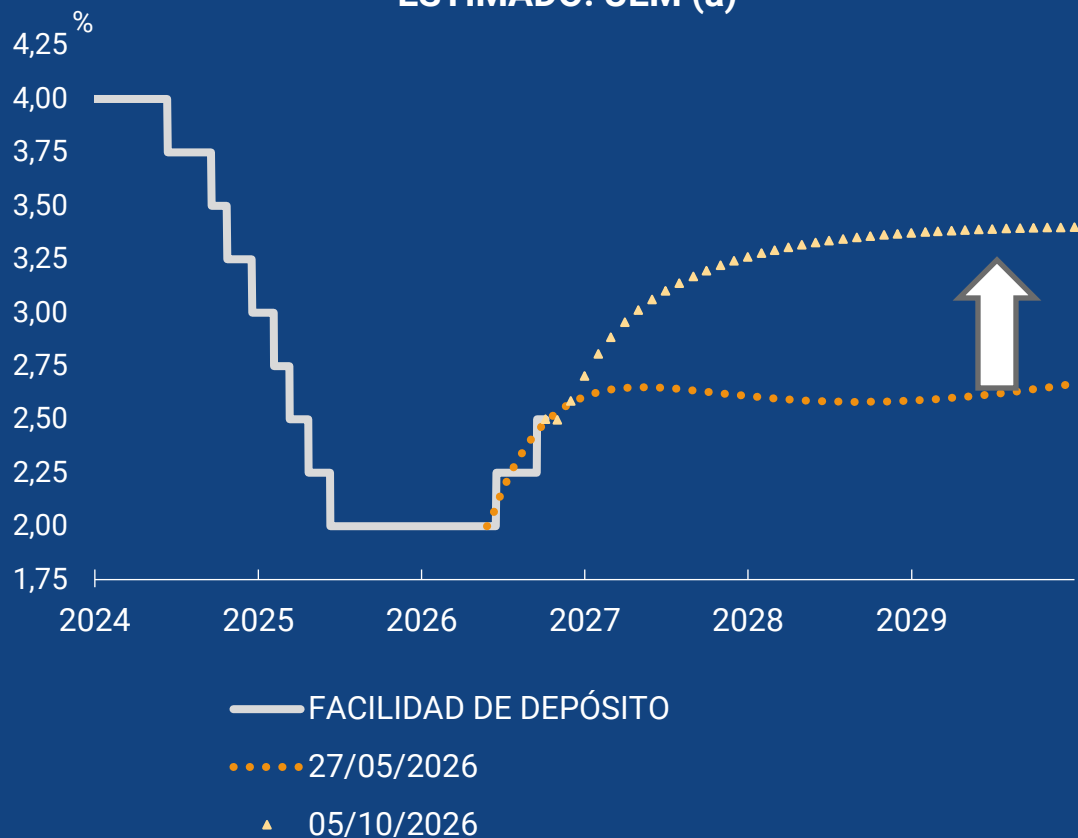


Fuente: Bloomberg Data License, LSEG Datastream y Banco de España

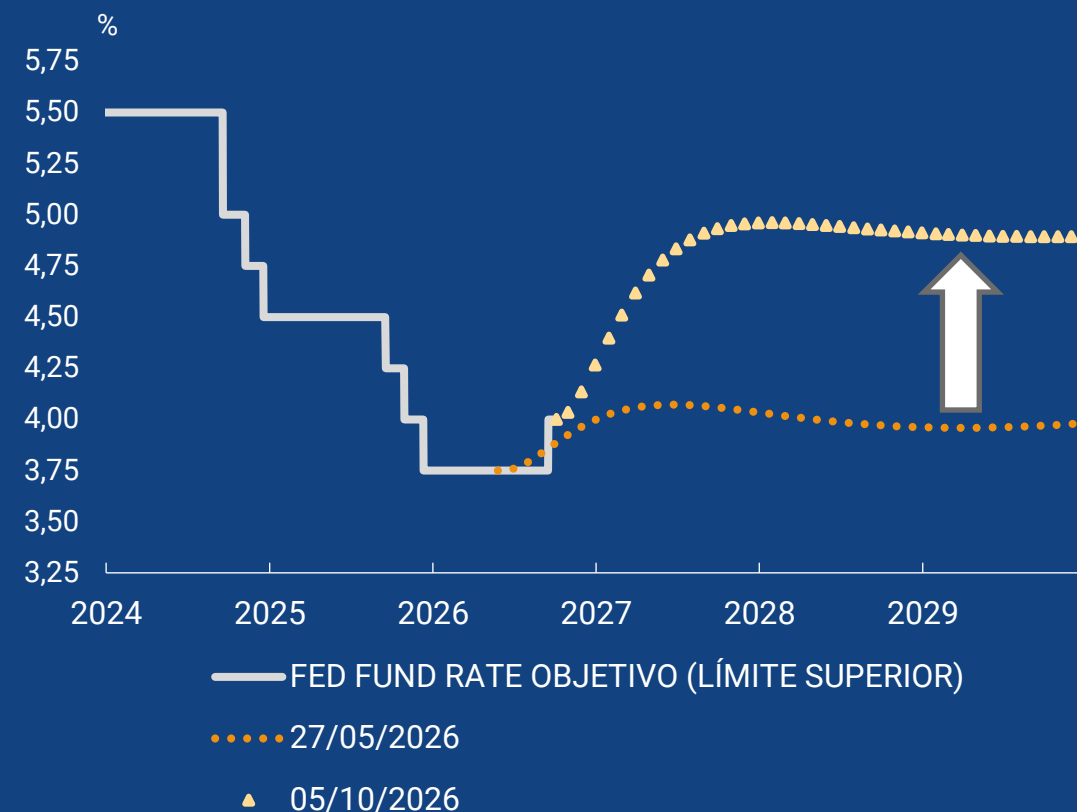
(a) Curvas ajustadas por el diferencial FD-€STR. (b) Curvas ajustadas por el diferencial entre el Fed Fund rate objetivo y el efectivo.

SE ANTICIPAN SUBIDAS ADICIONALES DE LOS TIPOS OFICIALES

FACILIDAD DE DEPÓSITO Y OIS €STR FORWARD INSTANTÁNEO
ESTIMADO. UEM (a)



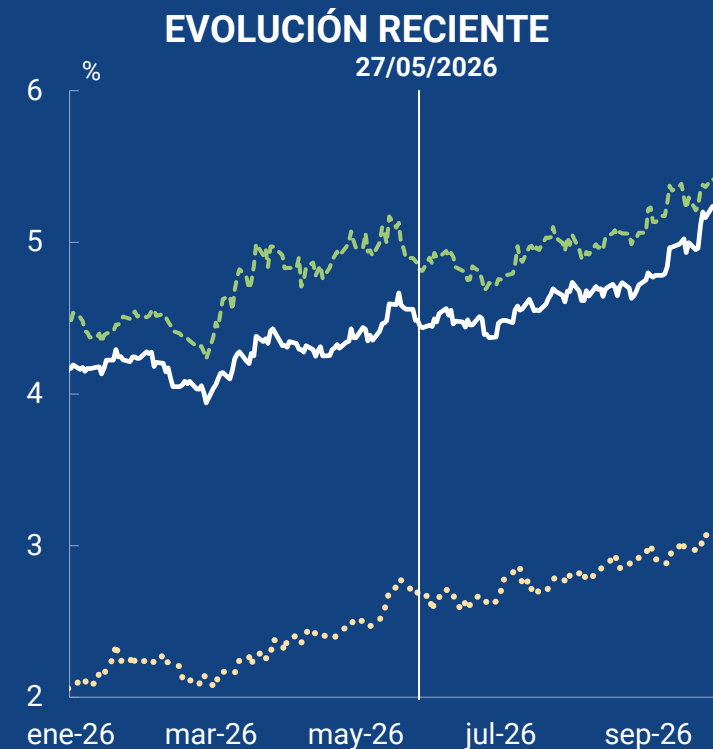
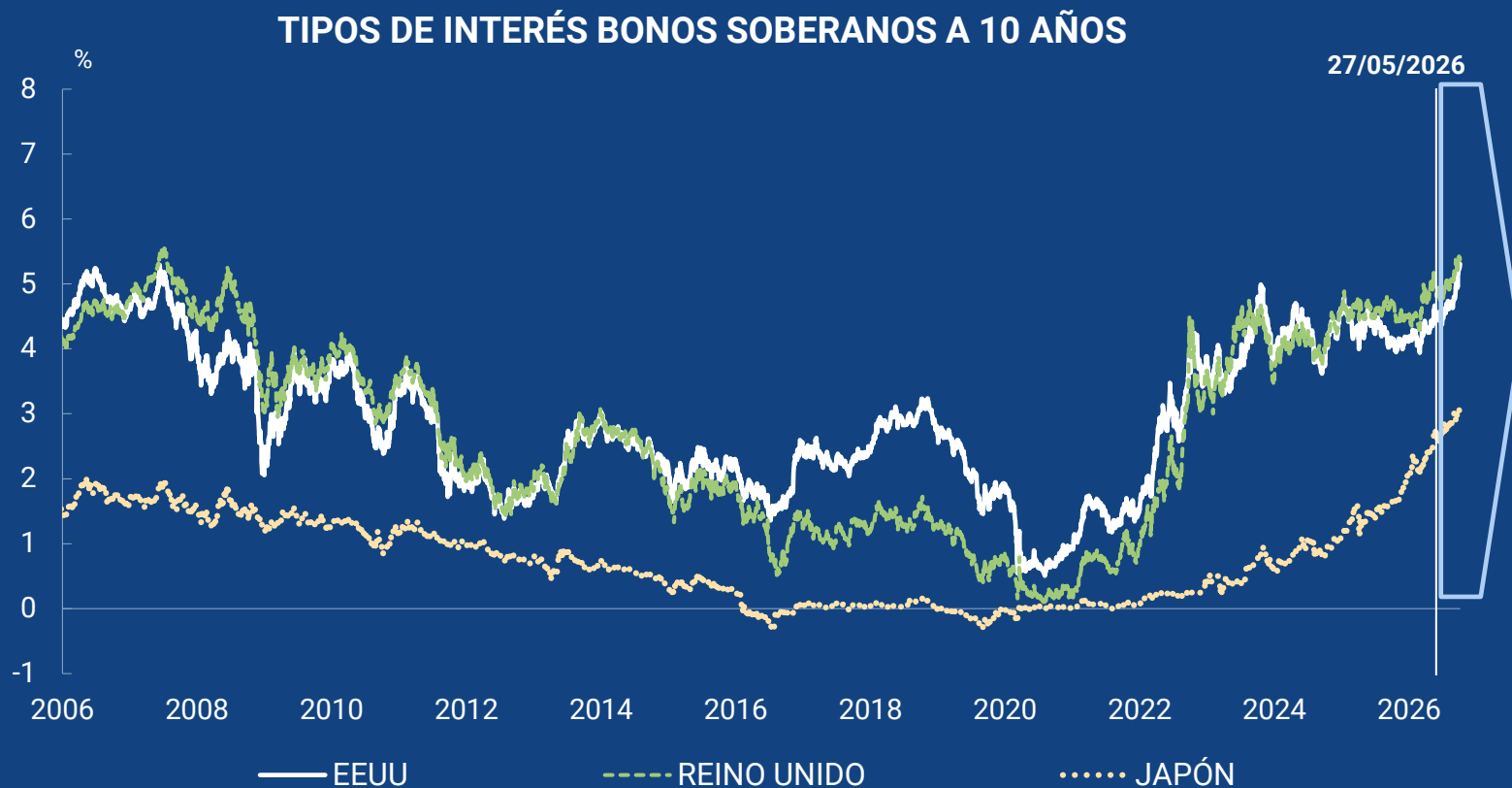
FED FUND RATE Y OIS FORWARD INSTANTÁNEO
ESTIMADO. EEUU (b)



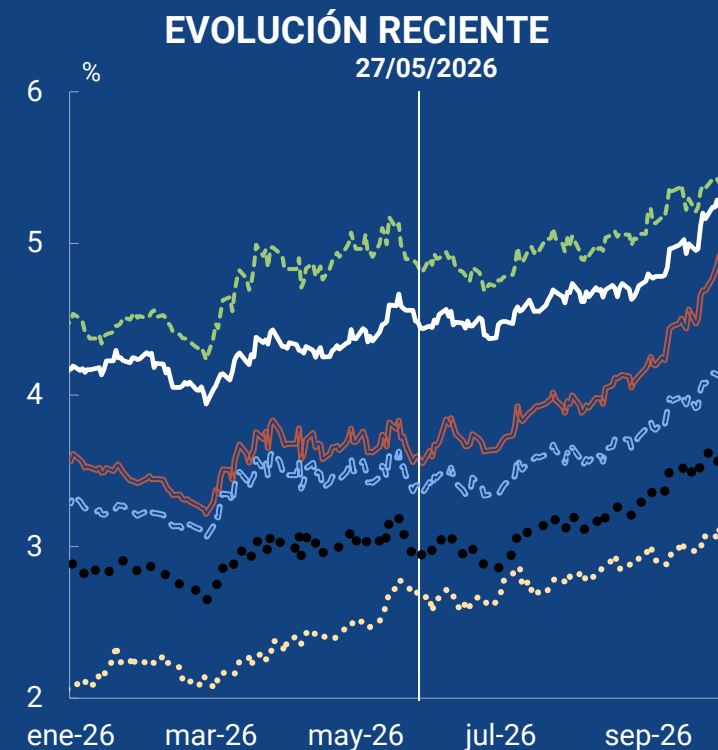
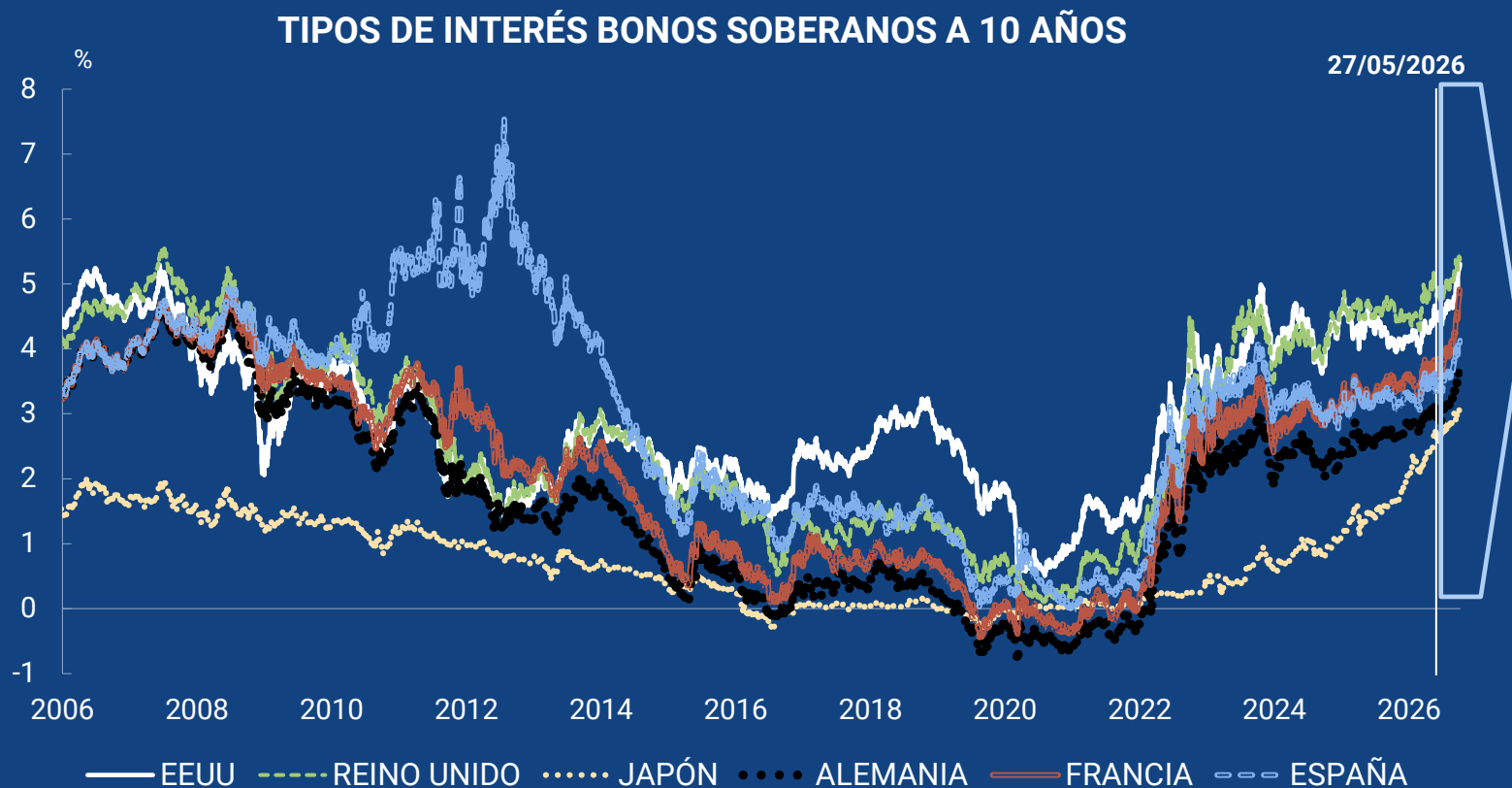
Fuentes: Bloomberg Data License, LSEG Datastream y Banco de España

(a) Curvas ajustadas por el diferencial FD-€STR. (b) Curvas ajustadas por el diferencial entre el Fed Fund rate objetivo y el efectivo.

INCREMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO HASTA NIVELES ELEVADOS

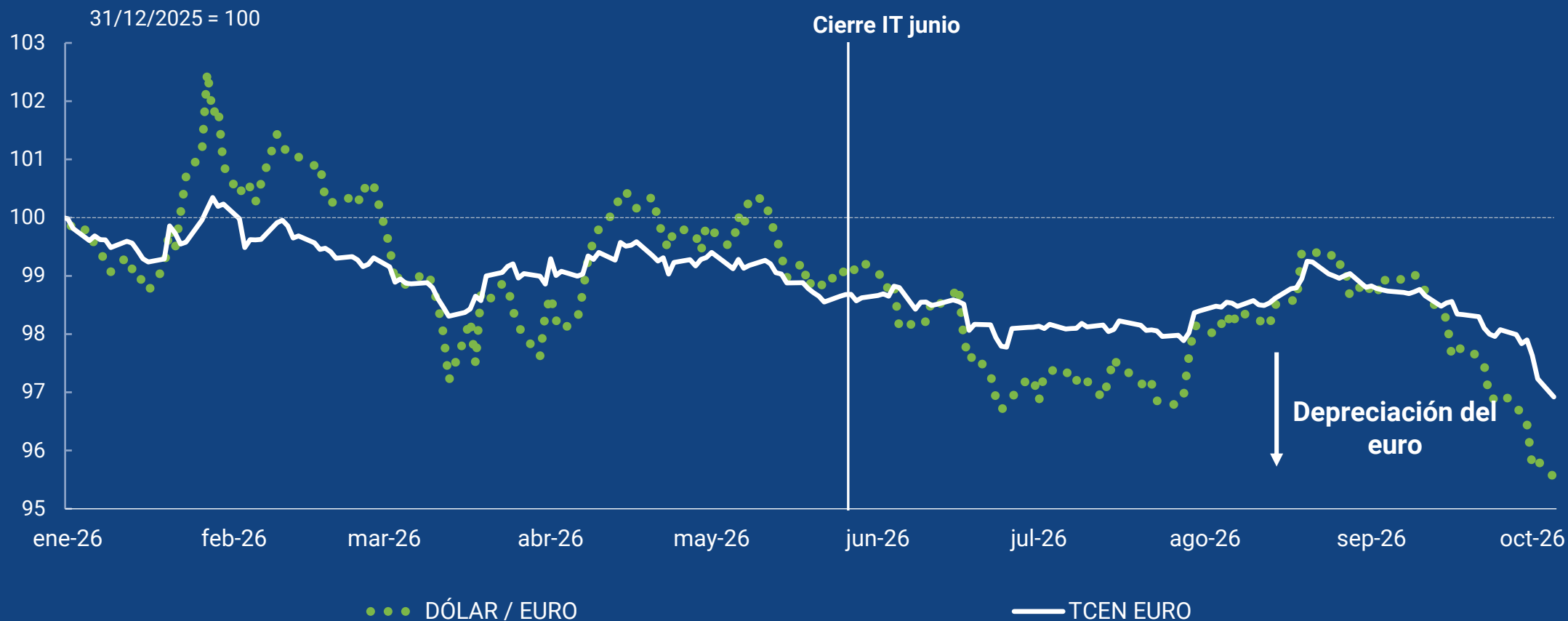


INCREMENTO DE LOS TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO HASTA NIVELES ELEVADOS



... CON LIGERA DEPRECIACIÓN RECIENTE DEL EURO

TIPO DE CAMBIO DEL EURO



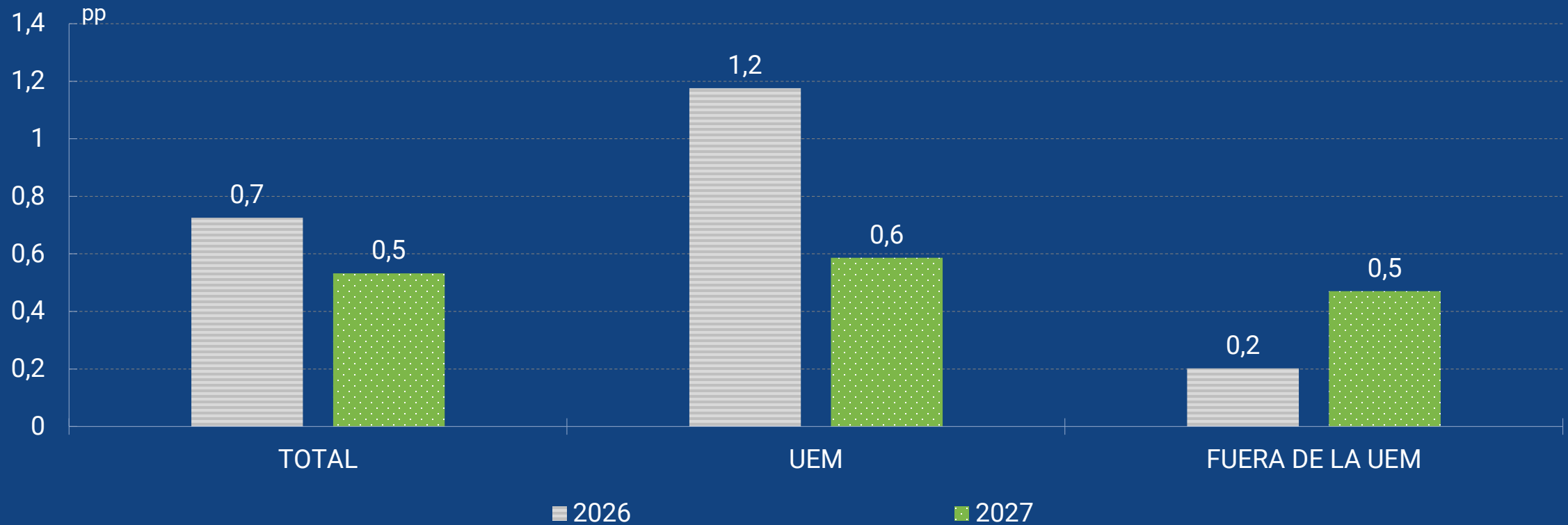
Fuente: Bloomberg Data License. Última observación: 05/10/2026.

Nota: Tipo de Cambio Efectivo Nominal (TCEN).

ACTIVIDAD GLOBAL Y DEL ÁREA DEL EURO

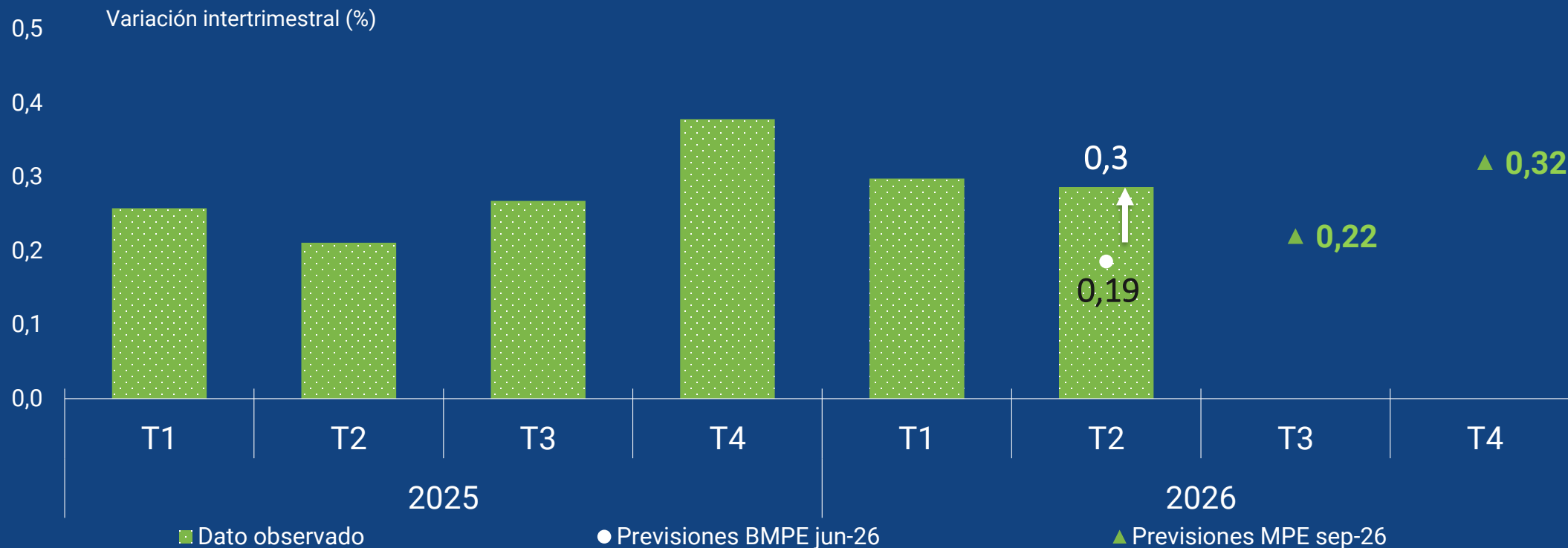
MEJORA DE LA ACTIVIDAD GLOBAL CON MAYOR RESILIENCIA

REVISIÓN DEL CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS DE EXPORTACIÓN DE ESPAÑA ENTRE JUNIO Y SEPTIEMBRE



CRECIMIENTO AL ALZA PERO HETEROGÉNEO EN EL ÁREA DEL EURO...

CRECIMIENTO DEL PIB. UEM EXCLUIDA IRLANDA

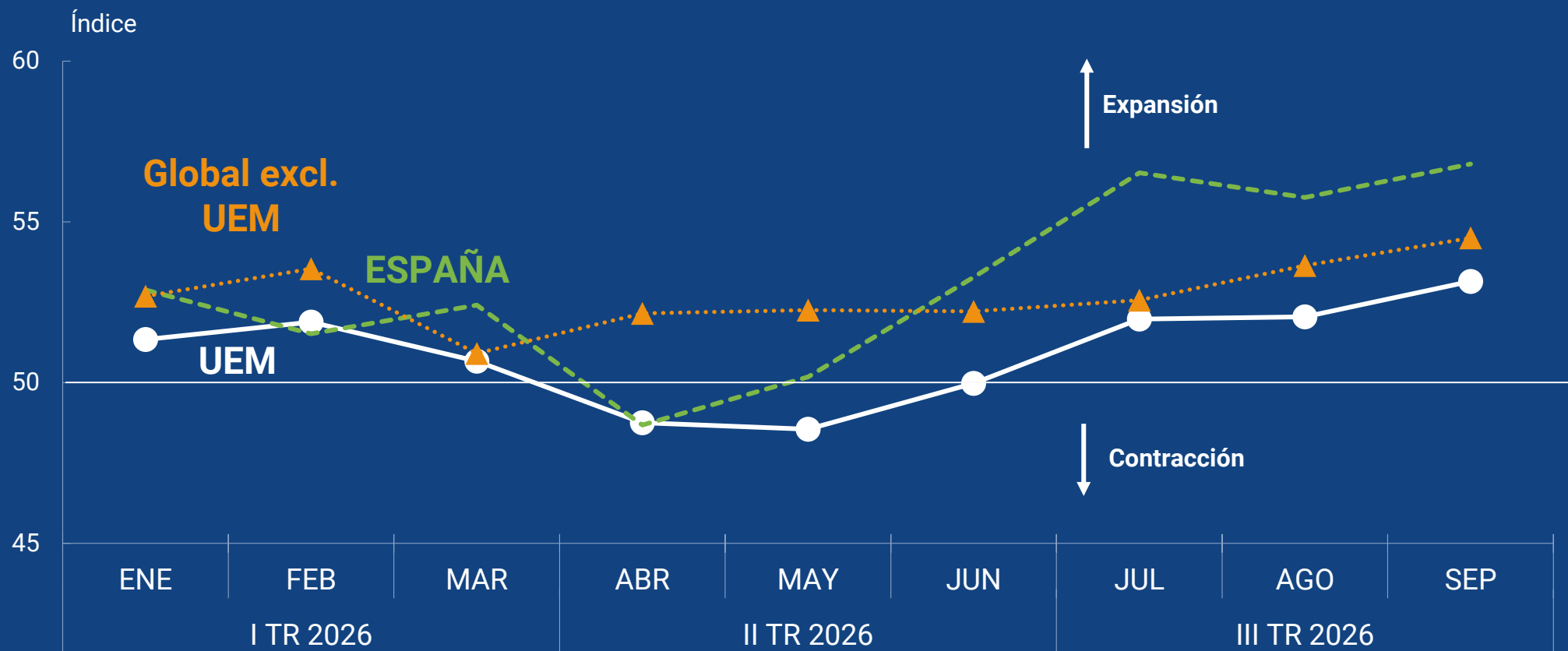


Variación intertrimestral (%)	Alemania	Francia	Italia	España	Portugal
2026 T1	0,4	-0,2	0,3	0,6	0,1
2026 T2	0,3	0,0	0,2	0,7	0,8

Fuentes: Eurostat y Eurosistema. Último dato observado: 2026T2.

...CON UN RECIENTE REPUNTE DE INDICADORES DE ACTIVIDAD...

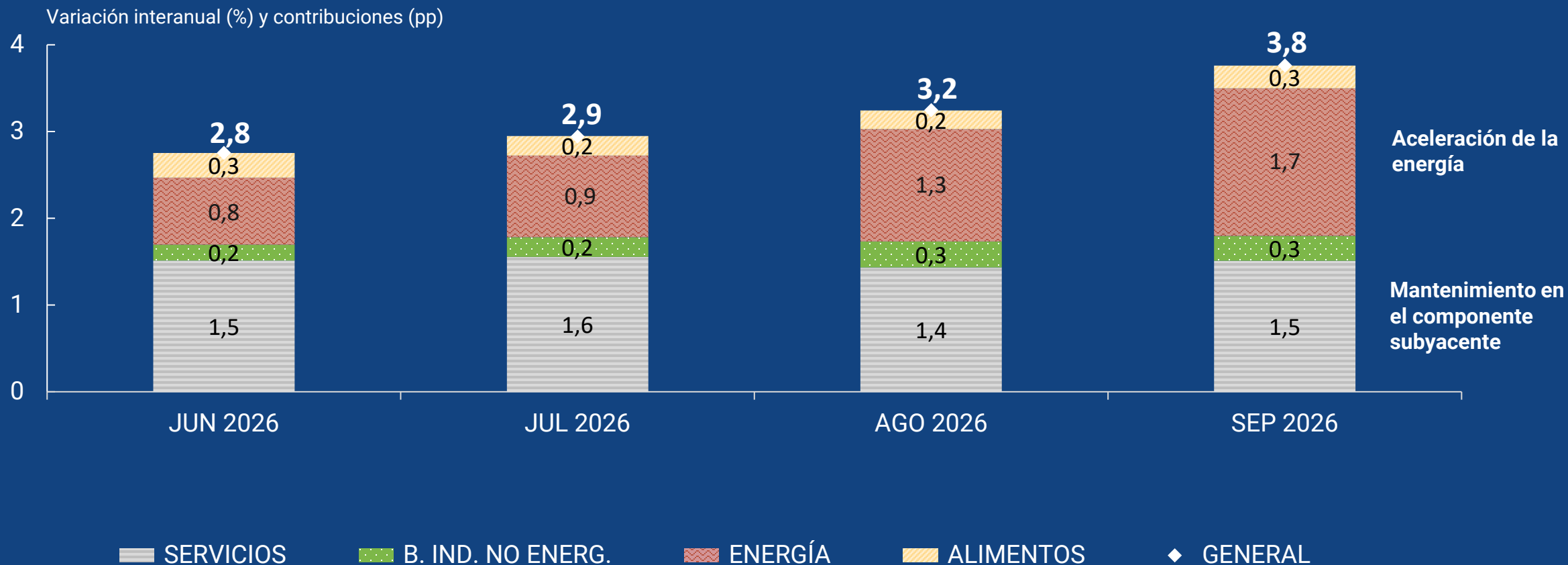
PMI COMPUESTO



Fuente: S&P Global. Último dato observado: septiembre 2026.

...Y UN FUERTE AUMENTO DE LA INFLACIÓN ENERGÉTICA

DESCOMPOSICIÓN DEL IAPC GENERAL



ÁREA EURO: SE PREVÉ UN AUMENTO DE LA INFLACIÓN GENERAL...

		2026			2027		
<i>Variación anual (%)</i>		Dic 2025	Jun 2026	Sep 2026	Dic 2025	Jun 2026	Sep 2026
Inflación general	Consensus	1,8	2,9	2,9	1,9	2,3	2,5
	OCDE	1,9	2,8	3,0	2,0	2,4	2,9
	BCE	1,9	3,0	3,0	1,8	2,3	2,5

...Y TAMBIÉN DE LA INFLACIÓN SUBYACENTE

		2026			2027		
<i>Variación anual (%)</i>		Dic 2025	Jun 2026	Sep 2026	Dic 2025	Jun 2026	Sep 2026
Inflación general	Consensus	1,8	2,9	2,9	1,9	2,3	2,5
	OCDE	1,9	2,8	3,0	2,0	2,4	2,9
	BCE	1,9	3,0	3,0	1,8	2,3	2,5
Inflación subyacente	Consensus	2,0	2,4	2,4	2,0	2,3	2,5
	OCDE	2,1	2,4	2,4	2,0	2,4	2,6
	BCE	2,2	2,5	2,5	1,9	2,5	2,6

EL CRECIMIENTO DEL PIB EN EL ÁREA DEL EURO SE REVISA AL ALZA A NIVELES SIMILARES A ANTES DEL SHOCK ENERGÉTICO

		2026			2027		
<i>Variación anual (%)</i>		Dic 2025	Jun 2026	Sep 2026	Dic 2025	Jun 2026	Sep 2026
Inflación general	Consensus	1,8	2,9	2,9	1,9	2,3	2,5
	OCDE	1,9	2,8	3,0	2,0	2,4	2,9
	BCE	1,9	3,0	3,0	1,8	2,3	2,5
Inflación subyacente	Consensus	2,0	2,4	2,4	2,0	2,3	2,5
	OCDE	2,1	2,4	2,4	2,0	2,4	2,6
	BCE	2,2	2,5	2,5	1,9	2,5	2,6
PIB	Consensus	1,1	0,6	1,0	1,4	1,2	1,3
	OCDE	1,2	0,8	1,0	1,4	1,2	1,0
	BCE	1,2	0,8	0,9	1,4	1,2	1,4

Fuentes: Consensus Economics, OCDE y BCE.

Las previsiones de Diciembre 2025 se refieren a enero 2026 para Consensus.

ÍNDICE

1

**Contexto
internacional**

2

**Datos y
proyecciones de
actividad**

3

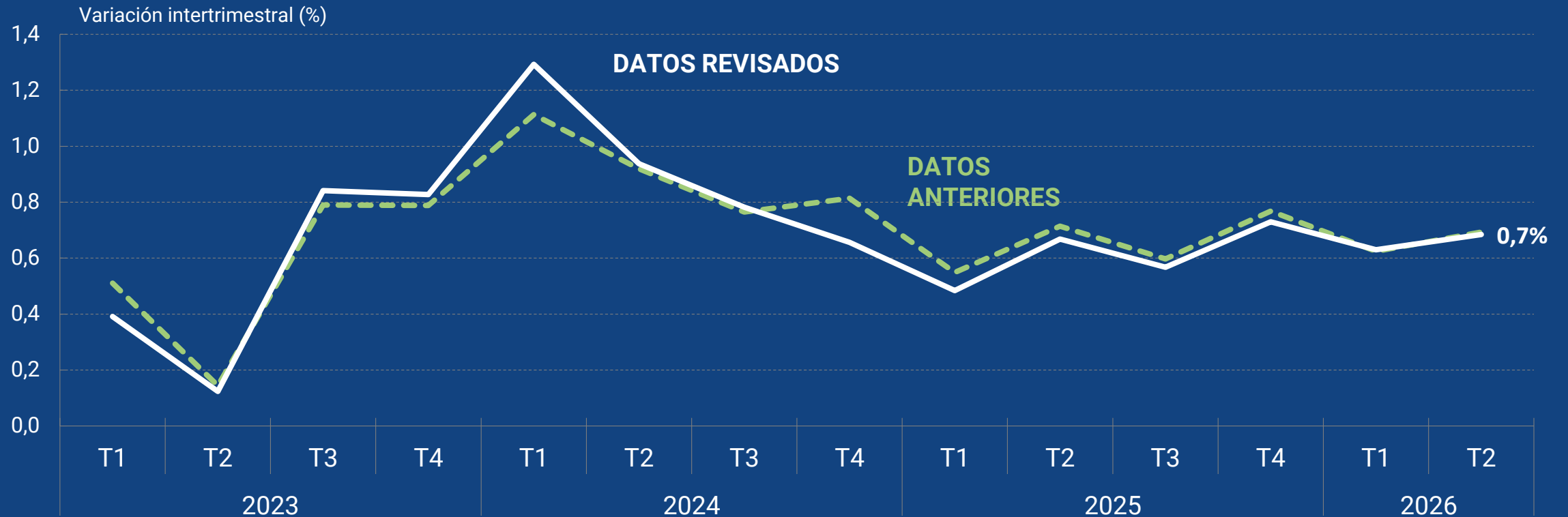
**Inflación: datos,
proyecciones y
diferencial con la
UEM**

4

Escenarios

REVISIÓN DE LA CONTABILIDAD NACIONAL TRIMESTRAL...

CRECIMIENTO DEL PIB

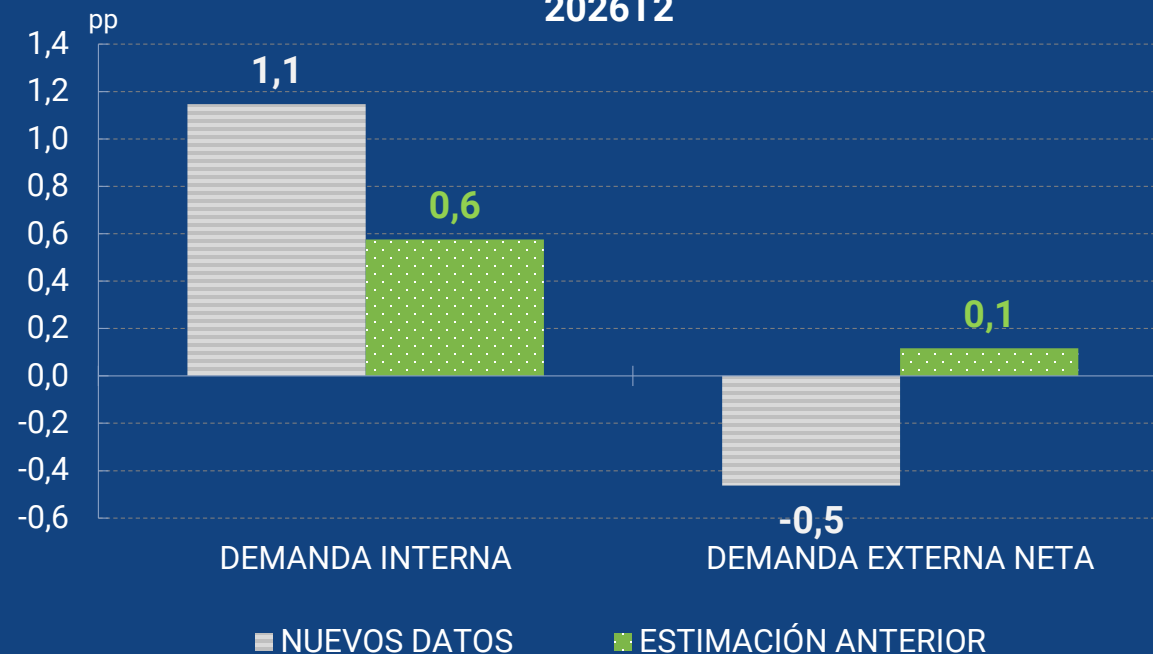


...CON CAMBIOS SIGNIFICATIVOS EN 2026T2: MAYOR DEMANDA INTERNA, COMPENSADA POR IMPORTACIONES

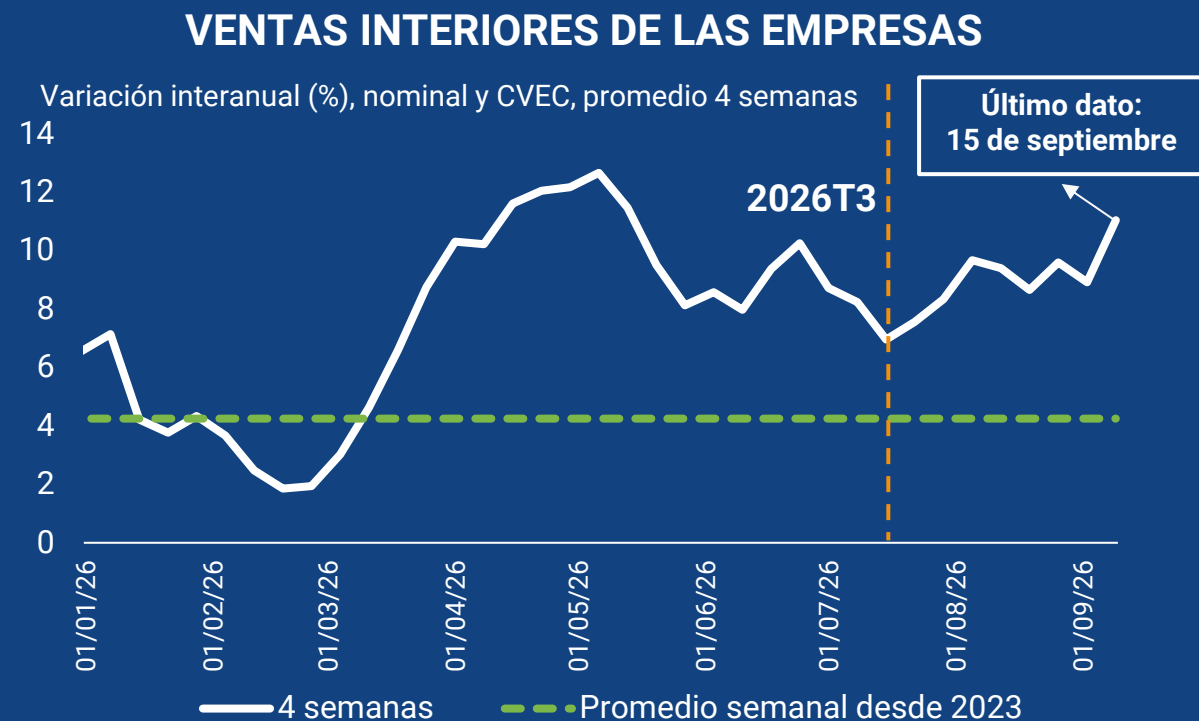
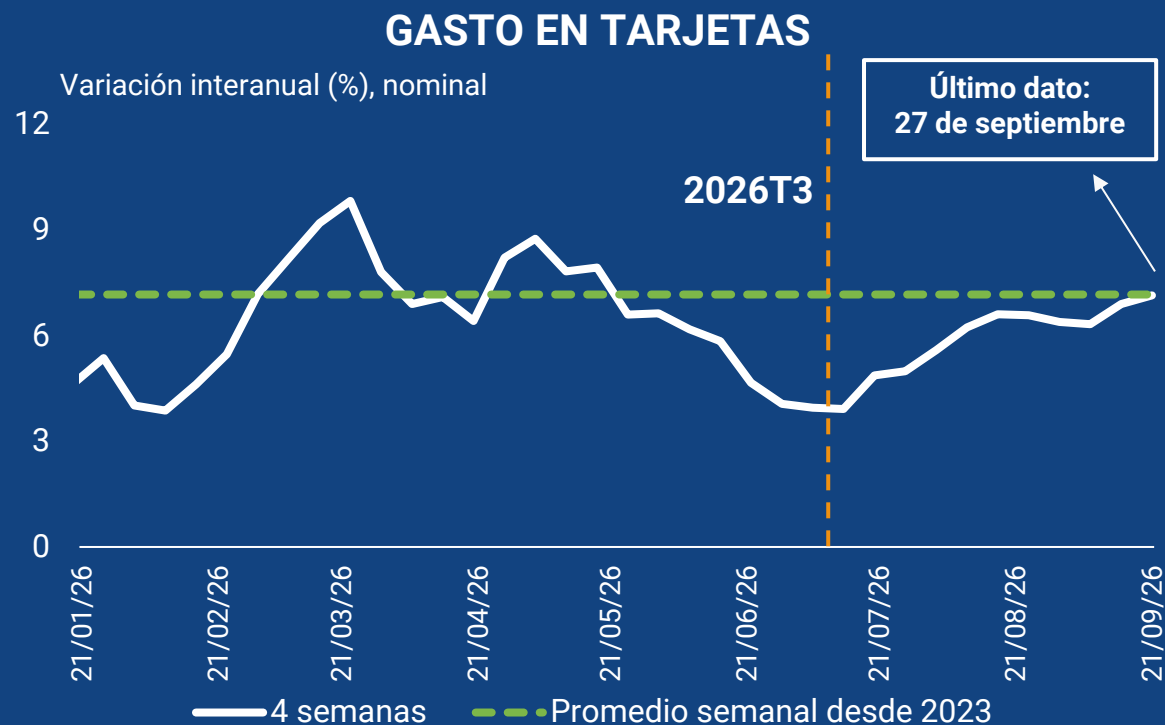
REVISIÓN DE LOS COMPONENTES DEL PIB EN 2026T2

Variación intertrimestral (%)	Nuevos datos	Revisión (pp)
PIB	0,7	0,0
Consumo privado	1,2	0,5 ↑
Consumo público	0,5	0,2
Inversión	1,7	1,2 ↑
Exportaciones	1,0	0,2
Importaciones	2,6	2,0 ↑

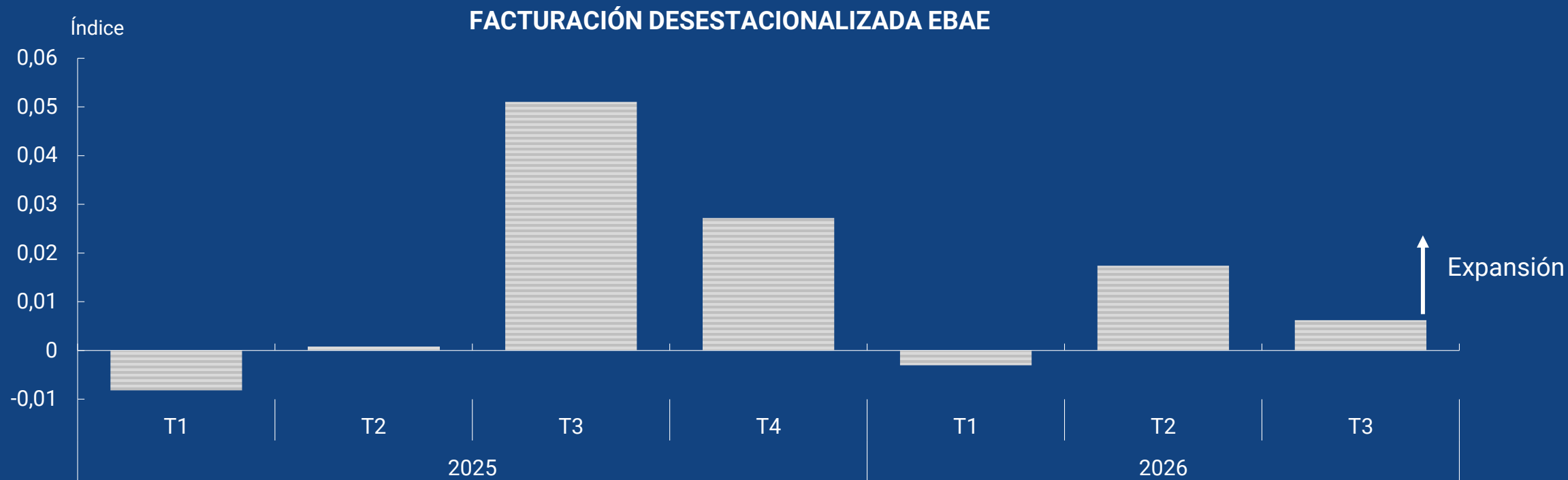
REVISIÓN EN LAS CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2026T2



PARA 2026 T3, LOS INDICADORES DE ALTA FRECUENCIA APUNTAN A UN CRECIMIENTO RESILIENTE



LAS ENCUESTAS A EMPRESAS REFLEJAN MANTENIMIENTO DE LA ACTIVIDAD

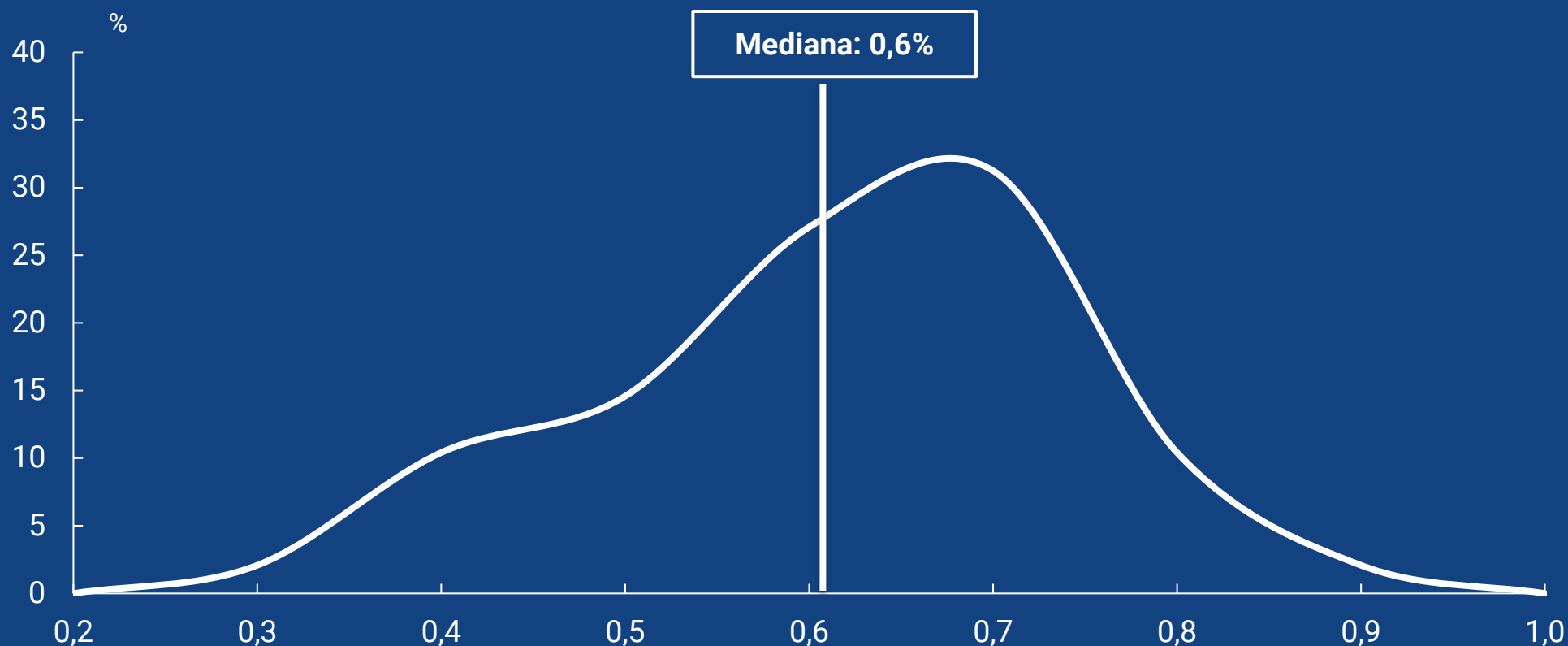


Fuentes: EBAE (Banco de España).

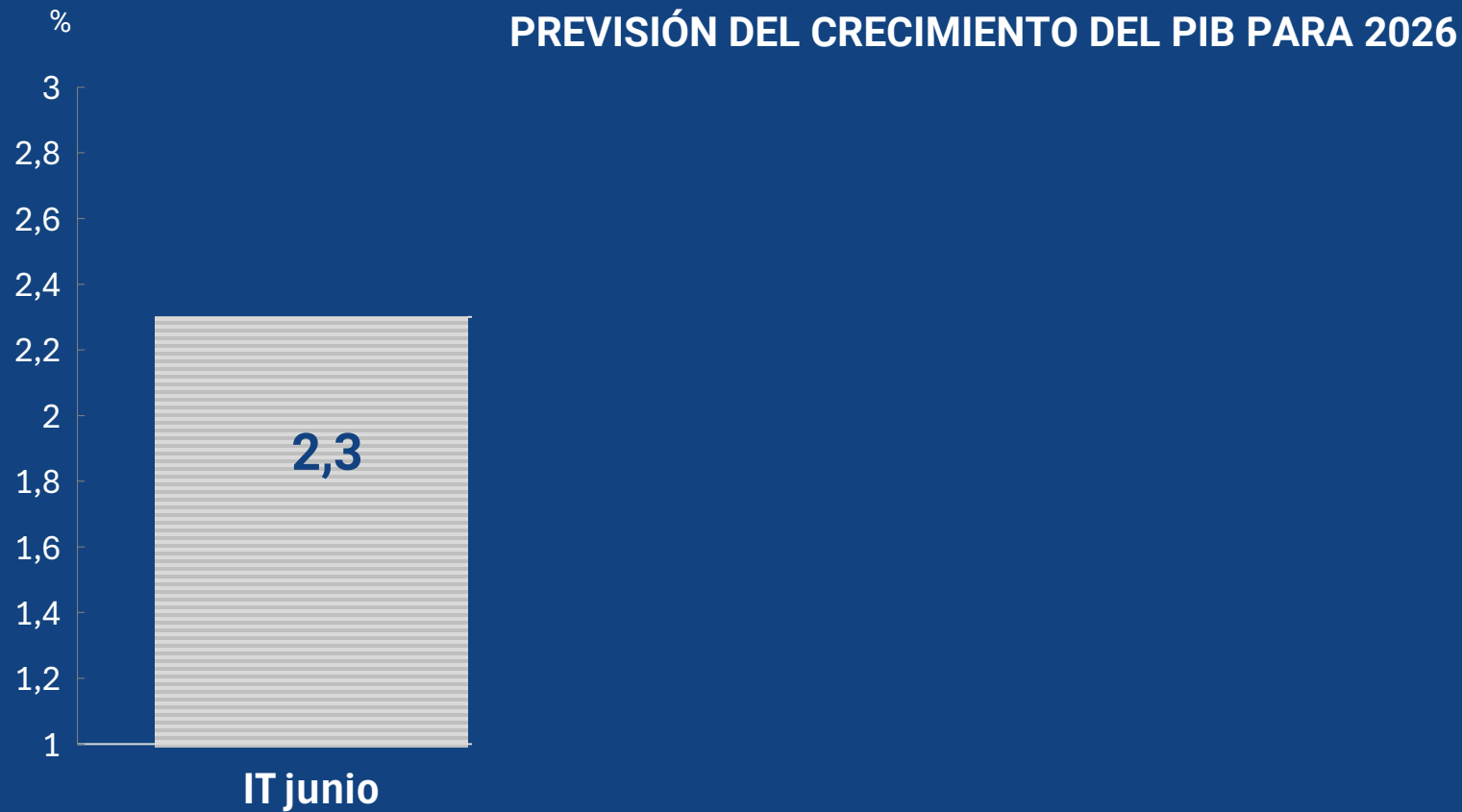
Nota: Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2, aumento leve = 1, estabilidad = 0, descenso leve = -1, descenso significativo = -2.

UNA BATERÍA DE INDICADORES APUNTA A UN CRECIMIENTO DEL PIB EN EL ENTORNO DEL 0,6% EN 2026 T3...

DISTRIBUCIÓN DE INDICADORES PARA EL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB EN 2026T3



...QUE IMPLICA UNA REVISIÓN AL ALZA DEL PIB PARA EL AÑO 2026...



...APOYADA EN CONSUMO Y EXPORTACIONES

<i>Variación anual (%)</i>	2025	2026	Revisión respecto a IT junio (pp)
Producto Interior Bruto	2,6	2,6	0,3
Consumo privado	3,1	3,0	0,4
Consumo público	2,4	2,1	0,6
Formación bruta de capital	6,0	4,1	0,0
Exportación de bienes y servicios	2,6	2,4	1,5
Importación de bienes y servicios	5,5	3,9	1,7
Empleo (personas)	2,6	2,0	-0,2
Tasa de paro	10,5	10,0	0,0

El consumo se
mantendrá resistente
a finales de 2026

La resistencia de la
actividad mundial y el
dinamismo de los
servicios llevan a
revisar al alza el sector
exterior

CUENTAS PÚBLICAS

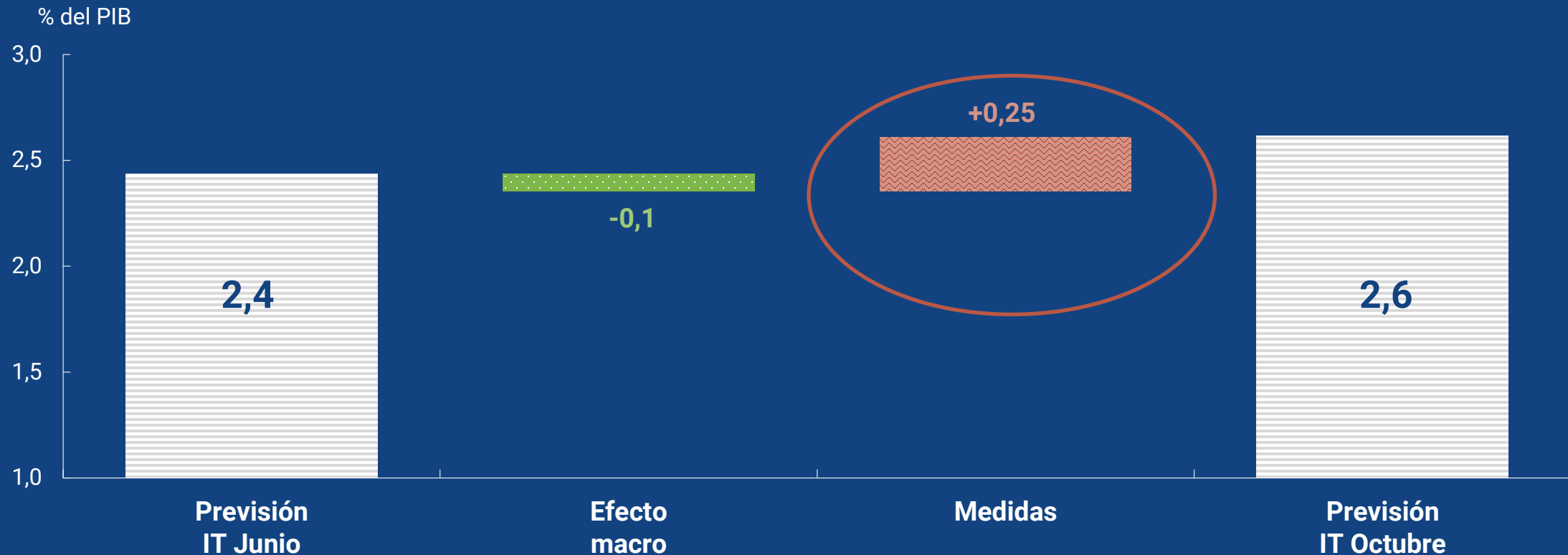
SE APRUEBA UN NUEVO PAQUETE DE MEDIDAS DE RESPUESTA A LA CRISIS EN ORIENTE PRÓXIMO

Medidas	Coste (en % del PIB)
PAQUETE 1 · RDL 7/2026	0,28
Rebaja de impuestos energéticos	0,14
Ayudas y otras medidas	0,14
PAQUETE 2 · RDL 18/2026	0,13
Rebaja de impuestos energéticos	0,09
Ayudas y otras medidas	0,03
PAQUETE 3 · RDL 25/2026	0,12
Rebaja de impuestos energéticos	0,11
Ayudas y otras medidas	0,01
TOTAL	0,52

- Diseño:
 - **Rebajas generalizadas de los impuestos energéticos**
 - **Ayudas a sectores afectados**
- Tamaño del conjunto de medidas:
 - De momento más contenido que en 2022-23
 - Pero **elevado en perspectiva internacional** (promedio de 0,1% PIB hasta la fecha)

LAS NUEVAS MEDIDAS AUMENTAN LA PREVISIÓN DE DÉFICIT DE 2026

PREVISIÓN DE DÉFICIT PÚBLICO PARA 2026



REVISIÓN AL ALZA DEL CRECIMIENTO DEL PIB PARA 2027

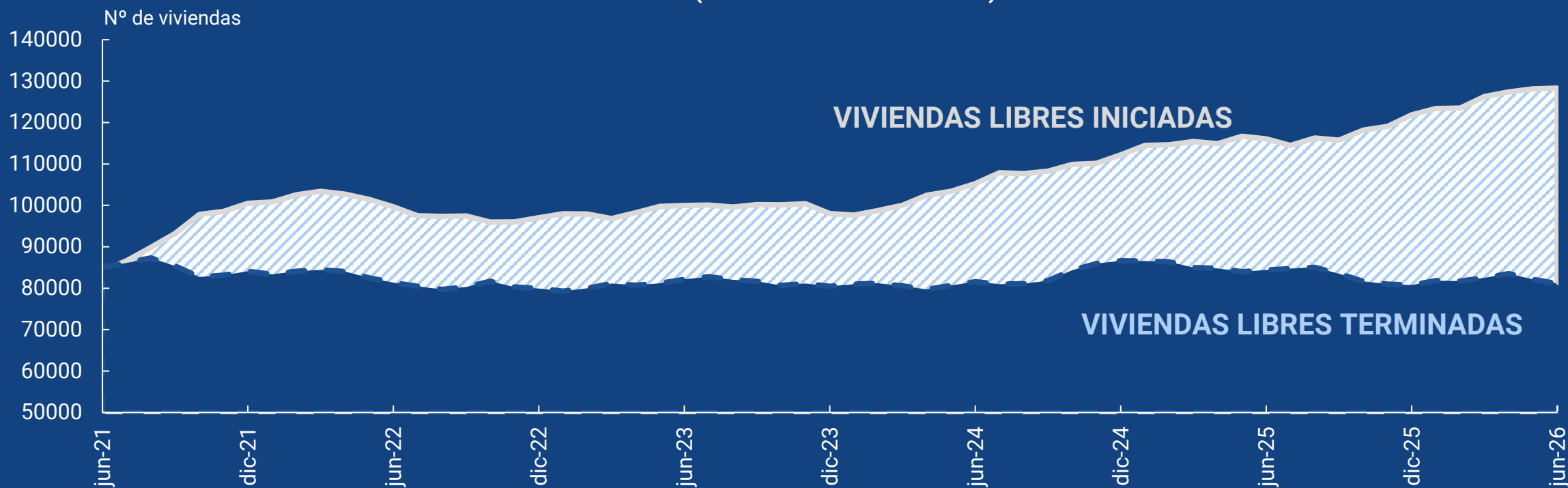
Variación anual (%)	2025	2026	2027	Revisión respecto a IT junio (pp)
Producto Interior Bruto	2,6	2,6	2,2	0,5
Consumo privado	3,1	3,0	1,9	0,2
Consumo público	2,4	2,1	2,0	0,3
Formación bruta de capital	6,0	4,1	2,8	0,7
Exportación de bienes y servicios	2,6	2,4	3,4	0,8
Importación de bienes y servicios	5,5	3,9	3,2	0,4
Empleo (personas)	2,6	2,0	1,8	0,3
Tasa de paro	10,5	10,0	9,7	-0,1
Déficit público (% del PIB)	2,4	2,6	2,2	-0,1

Mayor inversión, en particular, en vivienda

El dinamismo de los ingresos y la retirada paulatina de medidas reducen el déficit en 2027 hasta el 2,2%

LA INVERSIÓN RESIDENCIAL CRECERÍA EN FUNCIÓN DEL INCREMENTO EN EL RITMO DE EJECUCIÓN DE LAS VIVIENDAS INICIADAS

VIVIENDAS INICIADAS Y TERMINADAS
(MEDIA MÓVIL 12 MESES)



ÍNDICE

1

**Contexto
internacional**

2

**Datos y
proyecciones de
actividad**

3

**Inflación: datos,
proyecciones y
diferencial con la
UEM**

4

**Escenarios
alternativos**

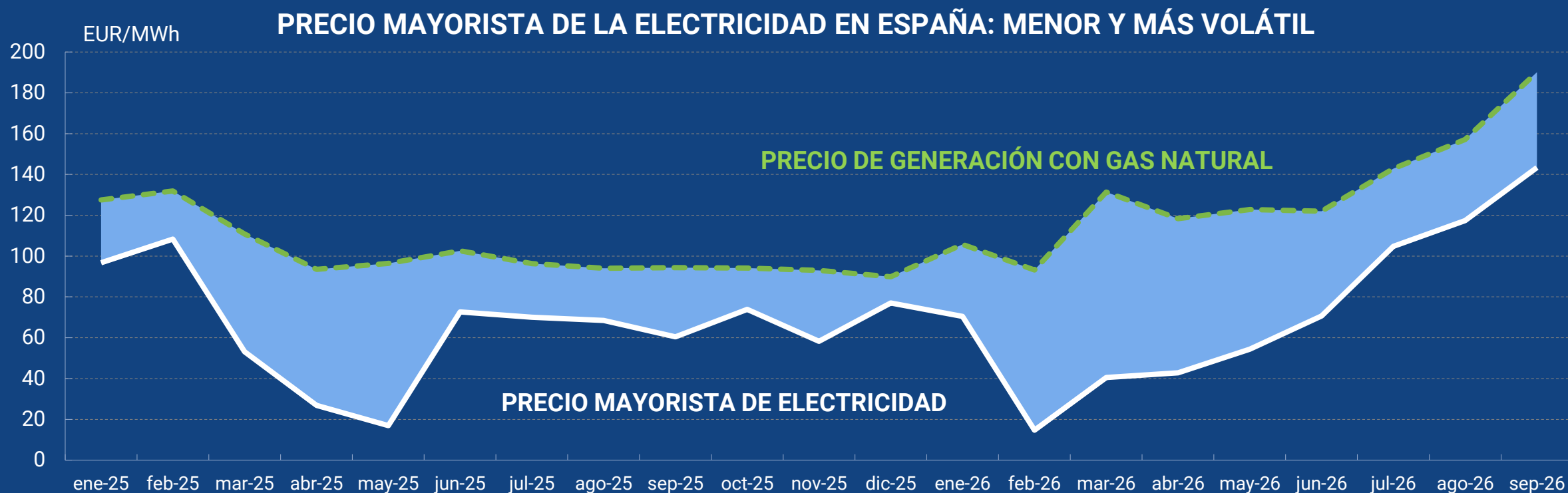
LA INFLACIÓN EN ESPAÑA SE HA ACELERADO AL 5% EN SEPTIEMBRE

Variación interanual (%)	IAPC General	IAPC Alimentos	IAPC Energía	IAPC subyacente (a)
Mayo 2026	3,6	2,4	6,3	3,7
Junio 2026	3,6	2,1	6,8	3,6
Julio 2026	3,9	1,8	10,2	3,7
Agosto 2026	4,6	2,4	17,1	3,6
Septiembre 2026	5,0	2,7	22,0	3,5

Fuente: INE.

(a) El IAPC subyacente excluye la energía y los alimentos.

EL PRECIO MAYORISTA DE LA ELECTRICIDAD SE ENCARECE ESTACIONALMENTE, LIGADO AL PRECIO DEL GAS



ESPAÑA TRASLADA ANTES EL SHOCK ELÉCTRICO A INFLACIÓN ENERGÉTICA...

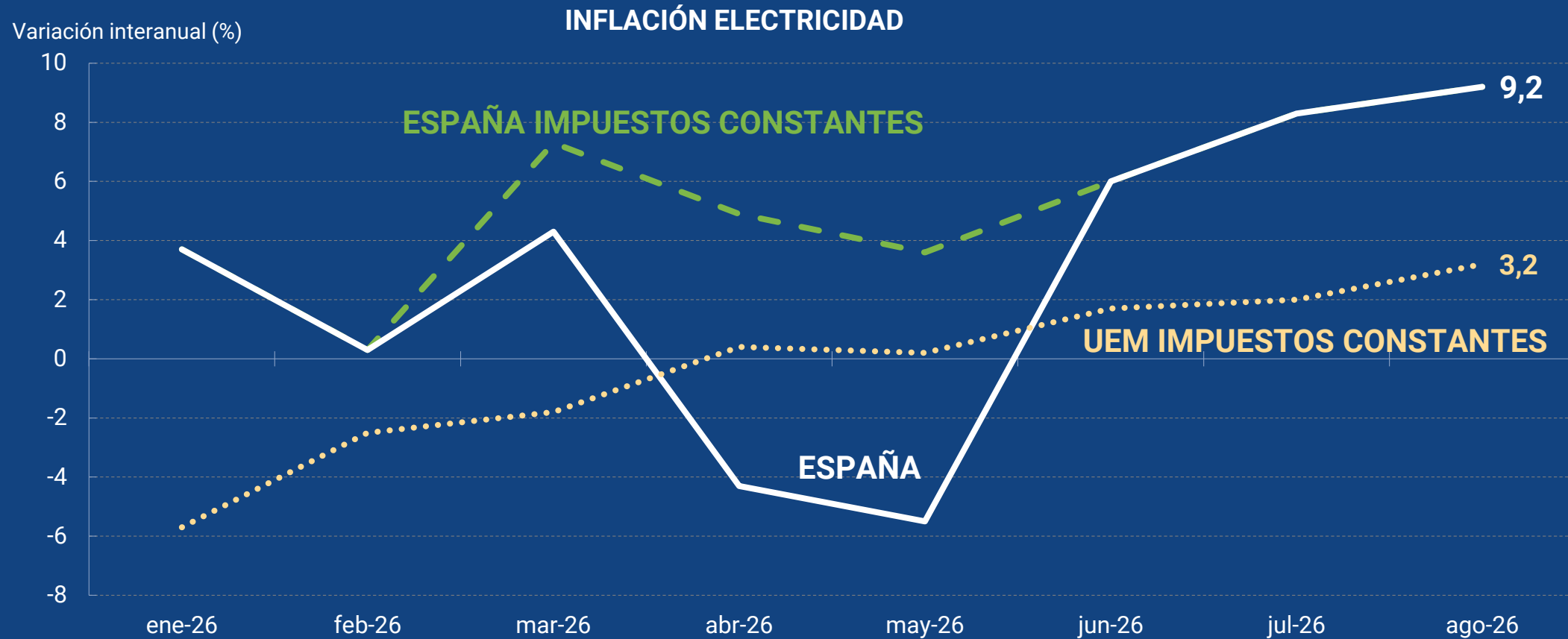
VOLATILIDAD ESTACIONAL DE LOS PRECIOS MAYORISTAS

- El peso de las renovables en España **aísla el precio mayorista de la electricidad de la evolución del gas en primavera**, pero no así el resto del año
- Un aumento de 10 €/MWh en el precio del gas eleva el precio mayorista de la electricidad en unos 15 €/MWh en verano, el doble que en primavera.

INCIDENCIA DE LOS MOVIMIENTOS DEL MERCADO MAYORISTA EN EL MINORISTA

- **Un 27,5%** de consumidores se encuentran en una tarifa variable, el PVPC
- A pesar de la reforma del PVPC de 2024, que vincula el 55% de la tarifa a los futuros, el precio continúa siendo más volátil

...LO QUE GENERA MAYOR VOLATILIDAD EN EL PRECIO MINORISTA



SE MANTIENE LA PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN DE SERVICIOS

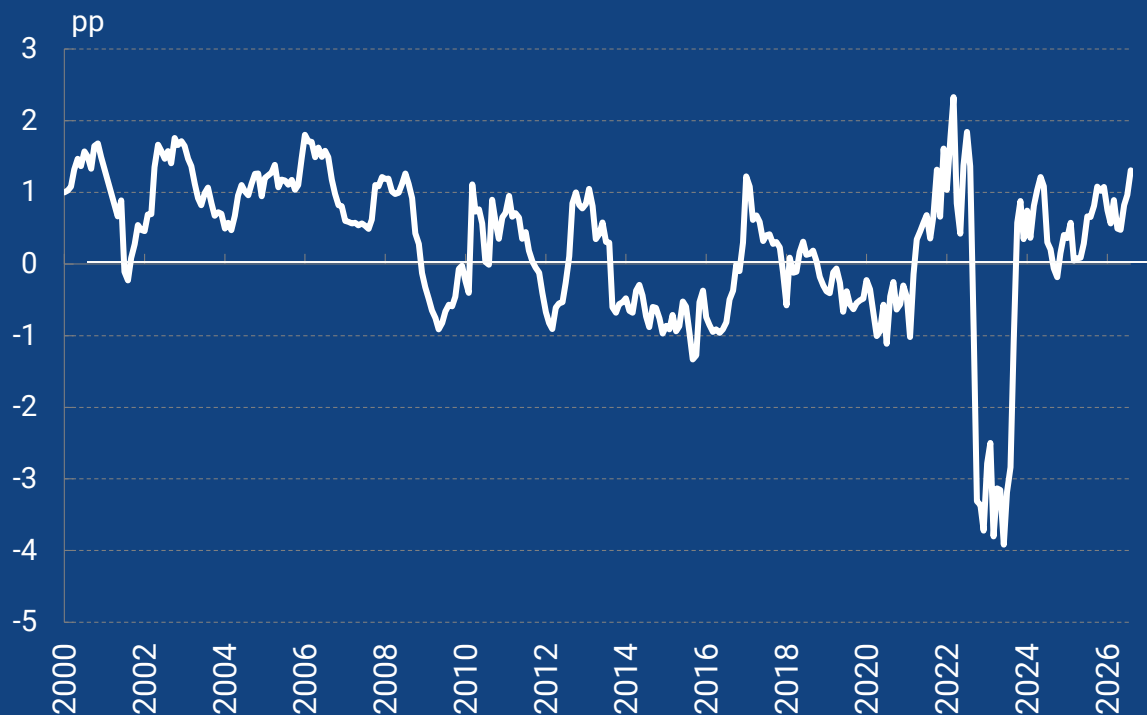
INFLACIÓN DE SERVICIOS Y BINEs



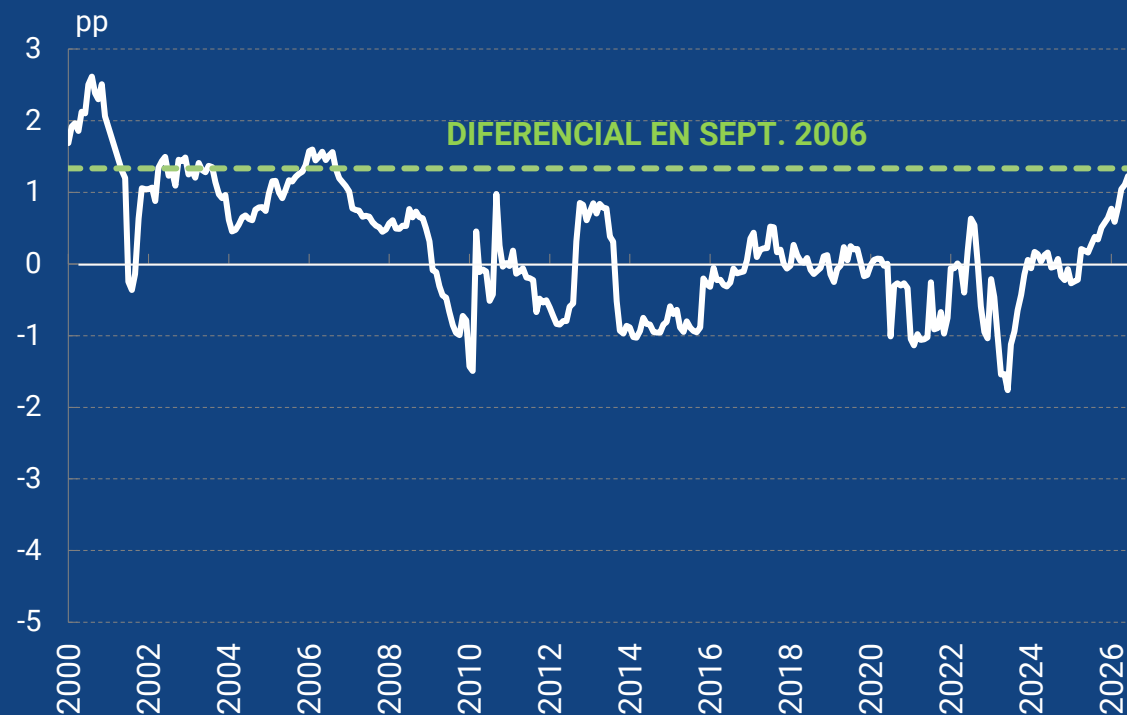
DIFERENCIAL INFLACIÓN CON LA UEM

SE MANTIENE UN DIFERENCIAL DE INFLACIÓN CON LA UEM, QUE HA AUMENTADO DESDE 2025

INFLACIÓN GENERAL



INFLACIÓN SUBYACENTE



ANTES DEL SHOCK: DIFERENCIAL CON LA UEM DEBIDO A ALIMENTOS Y A SERVICIOS VINCULADOS CON EL TURISMO

	DIFERENCIAL ESPAÑA-UEM DE INFLACIÓN Y CONTRIBUCIONES (pp)	
	abr-25	feb-26
Tasa general	0,08	0,56
<i>Contribuciones:</i>		
Alimentos	-0,10	0,26
Energía	0,11	-0,02
BINEs	-0,10	0,01
Servicios	0,16	0,31
Tasa subyacente	0,21	0,59
<i>Contribuciones:</i>		
BINEs	-0,14	0,05
Servicios	0,34	0,54

TRAS EL SHOCK AUMENTA EL DIFERENCIAL POR LA SUBYACENTE, LAS MEDIDAS ENERGÉTICAS LO AMORTIGUAN

	DIFERENCIAL ESPAÑA-UEM DE INFLACIÓN Y CONTRIBUCIONES (pp)			Ponderación (%)	
	abr-25	feb-26	jun-26	ES	UEM
Tasa general	0,08	0,56	0,82		
<i>Contribuciones:</i>					
Alimentos	-0,10	0,26	0,15	20,2	19,0
Energía	0,11	-0,02	-0,17	8,8	9,0
BINEs	-0,10	0,01	0,23	19,6	25,3
Servicios	0,16	0,31	0,61	51,4	46,7
Tasa subyacente	0,21	0,59	1,23		
<i>Contribuciones:</i>					
BINEs	-0,14	0,05	0,33		
Servicios	0,34	0,54	0,90		

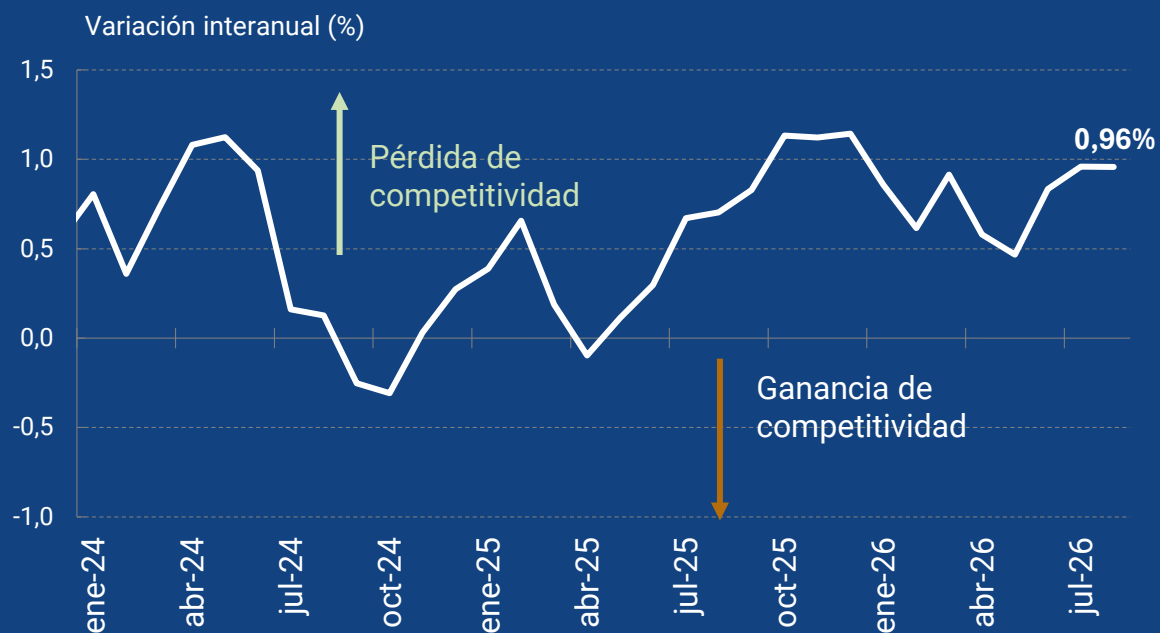
EN SEPTIEMBRE HA AUMENTADO POR LA ELECTRICIDAD Y POR LA RETIRADA TRANSITORIA DE MEDIDAS

	DIFERENCIAL ESPAÑA-UEM DE INFLACIÓN Y CONTRIBUCIONES (pp)				Ponderación (%)	
	abr-25	feb-26	jun-26	sep-26	ES	UEM
Tasa general	0,08	0,56	0,82	1,22		
Contribuciones:						
Alimentos	-0,10	0,26	0,15	0,31	20,2	19,0
Energía	0,11	-0,02	-0,17	0,24	8,8	9,0
BINEs	-0,10	0,01	0,23	0,04	19,6	25,3
Servicios	0,16	0,31	0,61	0,63	51,4	46,7
Tasa subyacente	0,21	0,59	1,23	0,99		
Contribuciones:						
BINEs	-0,14	0,05	0,33	0,07		
Servicios	0,34	0,54	0,90	0,92		

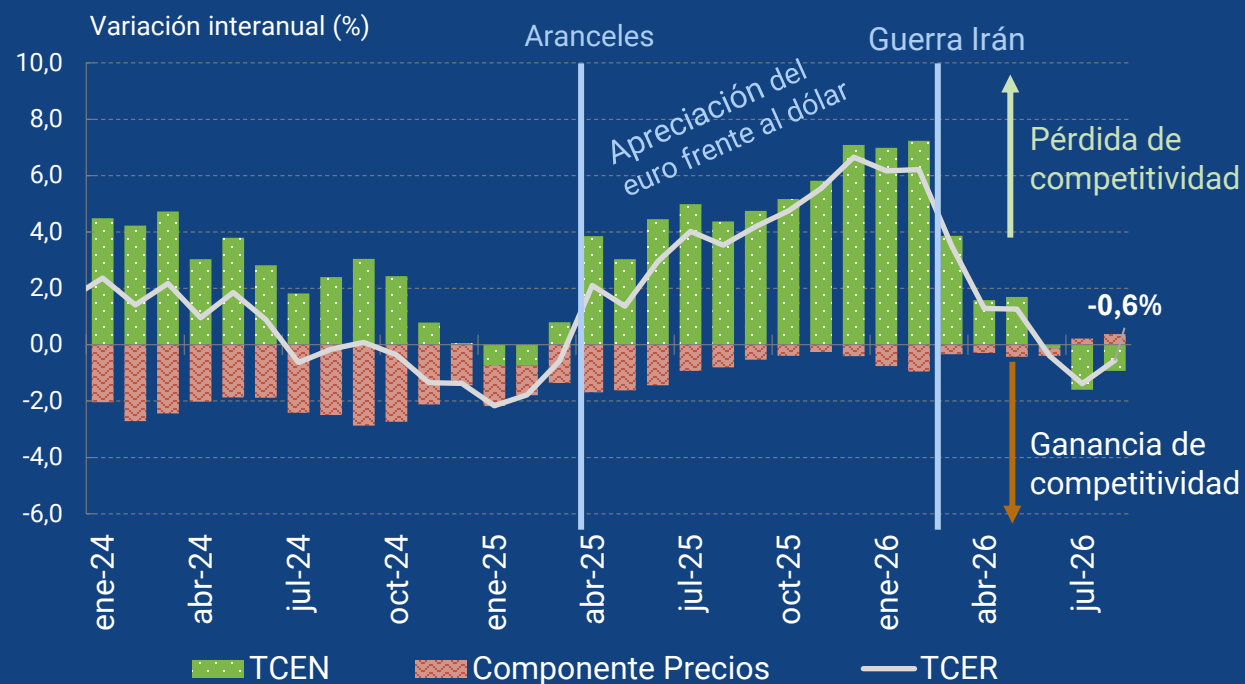
DEL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN A LA COMPETITIVIDAD

EVOLUCIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EFECTIVO REAL CON PRECIOS DE CONSUMO

FRENTE AL RESTO DE LA ZONA DEL EURO



FRENTE A 40 PAÍSES NO EURO

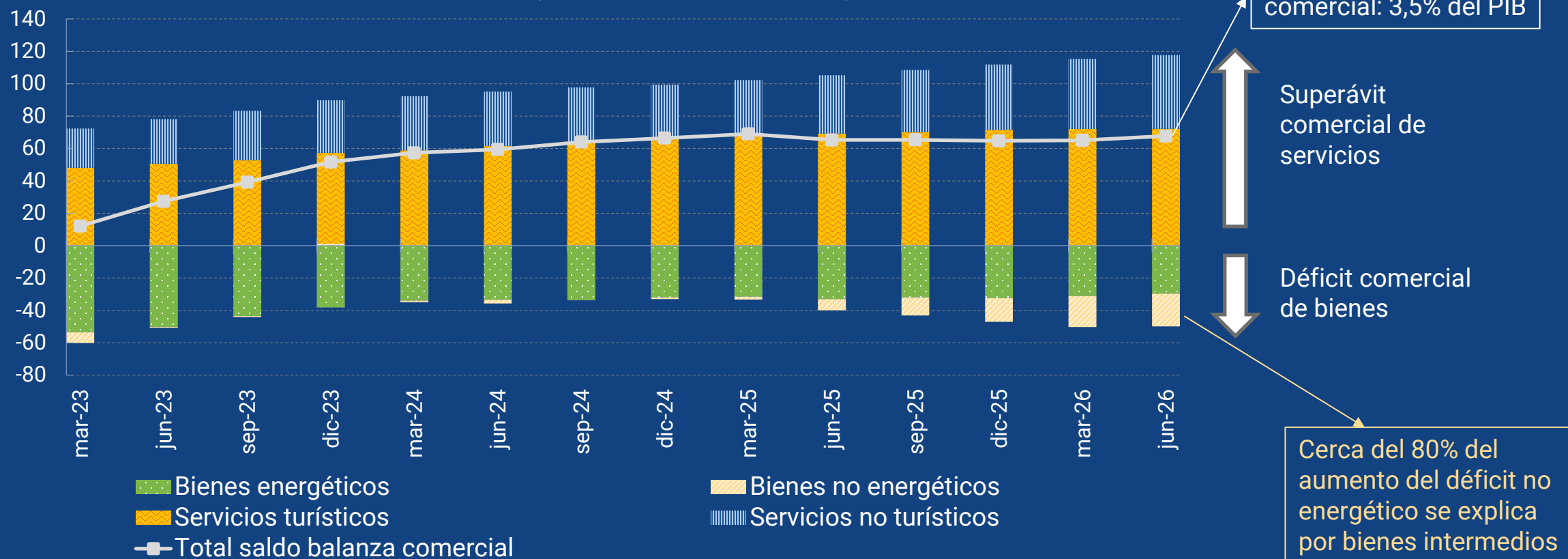


Fuente: BCE. Último dato observado: agosto de 2026.

Nota: Las siglas TCEN se refieren al tipo de cambio efectivo nominal y TCER al tipo de cambio efectivo real.

AUMENTA EL DÉFICIT COMERCIAL DE BIENES, MIENTRAS QUE LOS SERVICIOS MUESTRAN SUPERÁVIT

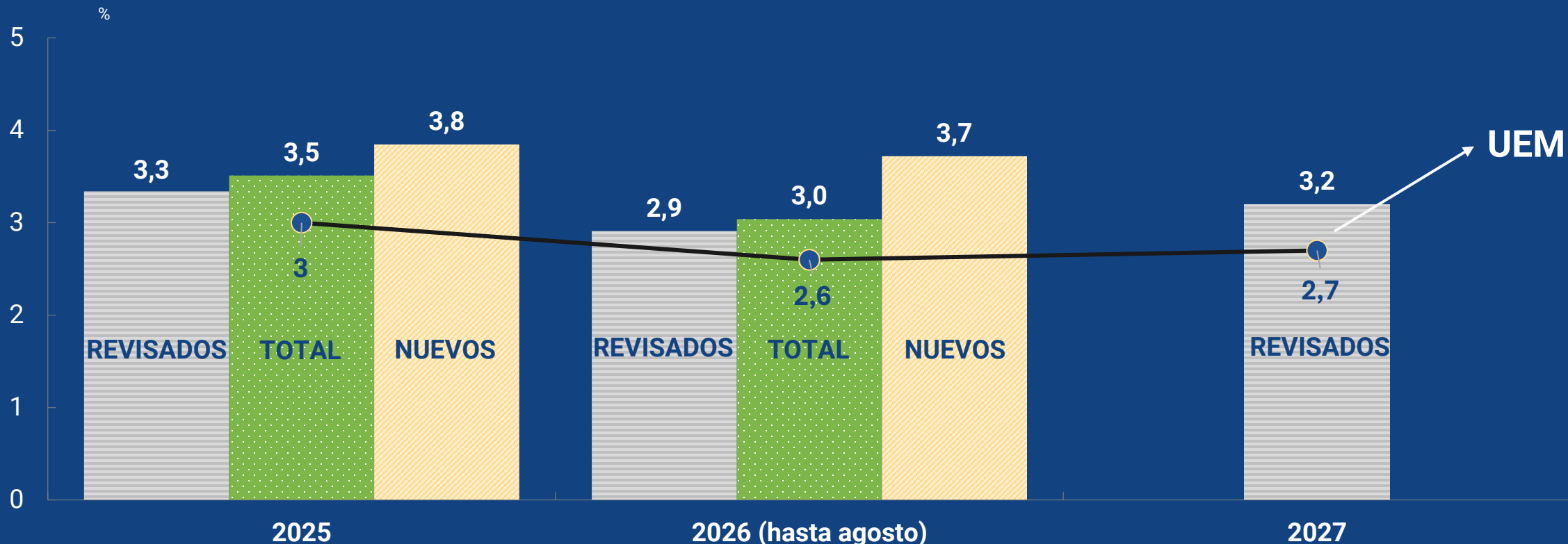
DESGLOSE DEL SALDO DE LA BALANZA DE BIENES Y SERVICIOS
mm de euros (acumulado de 4 trimestres)



SALARIOS

INCREMENTOS SALARIALES EN CONVENIOS DE NUEVA FIRMA POR DEBAJO DEL 4%

CONVENIOS - INCREMENTO SALARIAL PACTADO

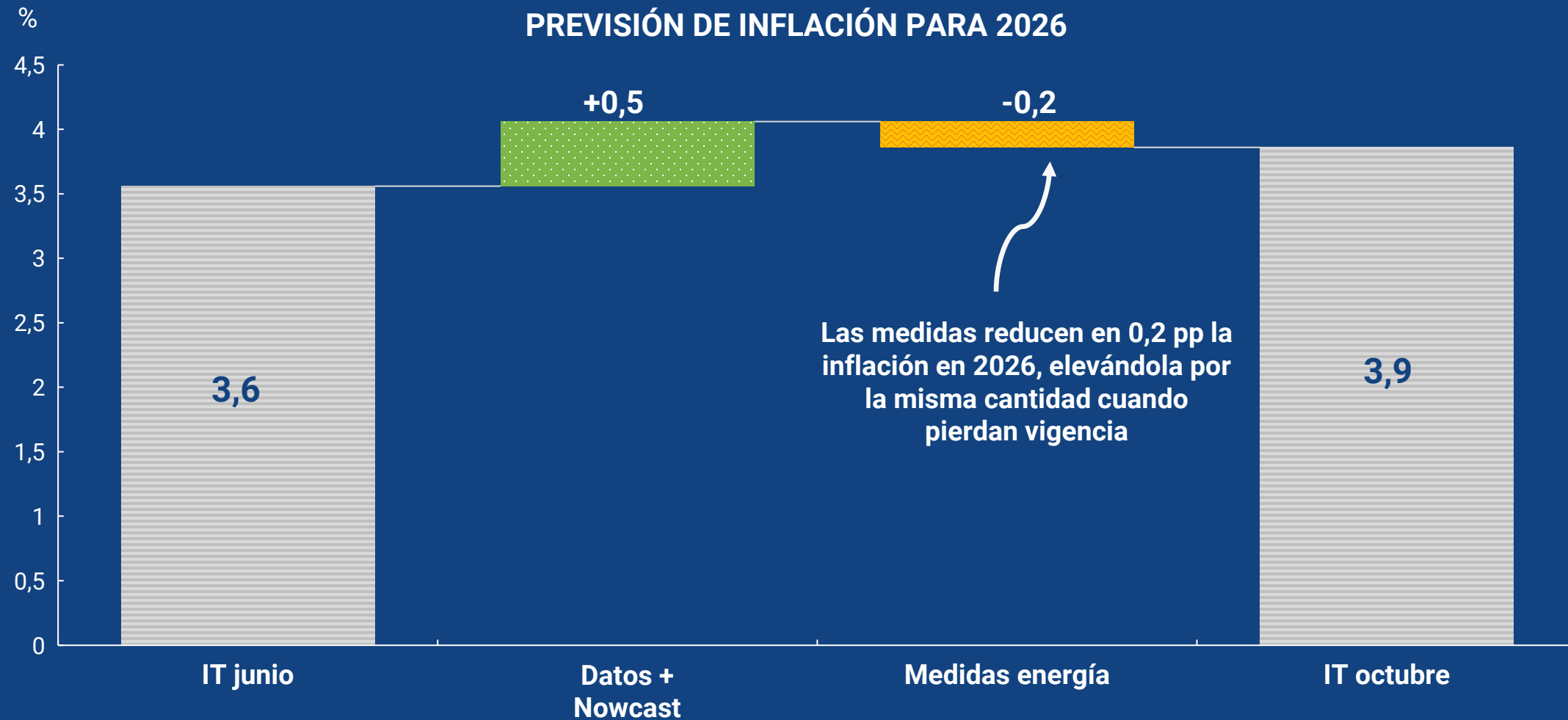


Fuentes: Ministerio de Trabajo y Economía Social y ECB Wage Tracker.

Nota: Para el año 2027, el incremento salarial se obtiene a través de información recopilada automáticamente de fuentes web, con información disponible para 206 convenios que afectan a unos 3,1 millones de trabajadores.

PREVISIONES INFLACIÓN

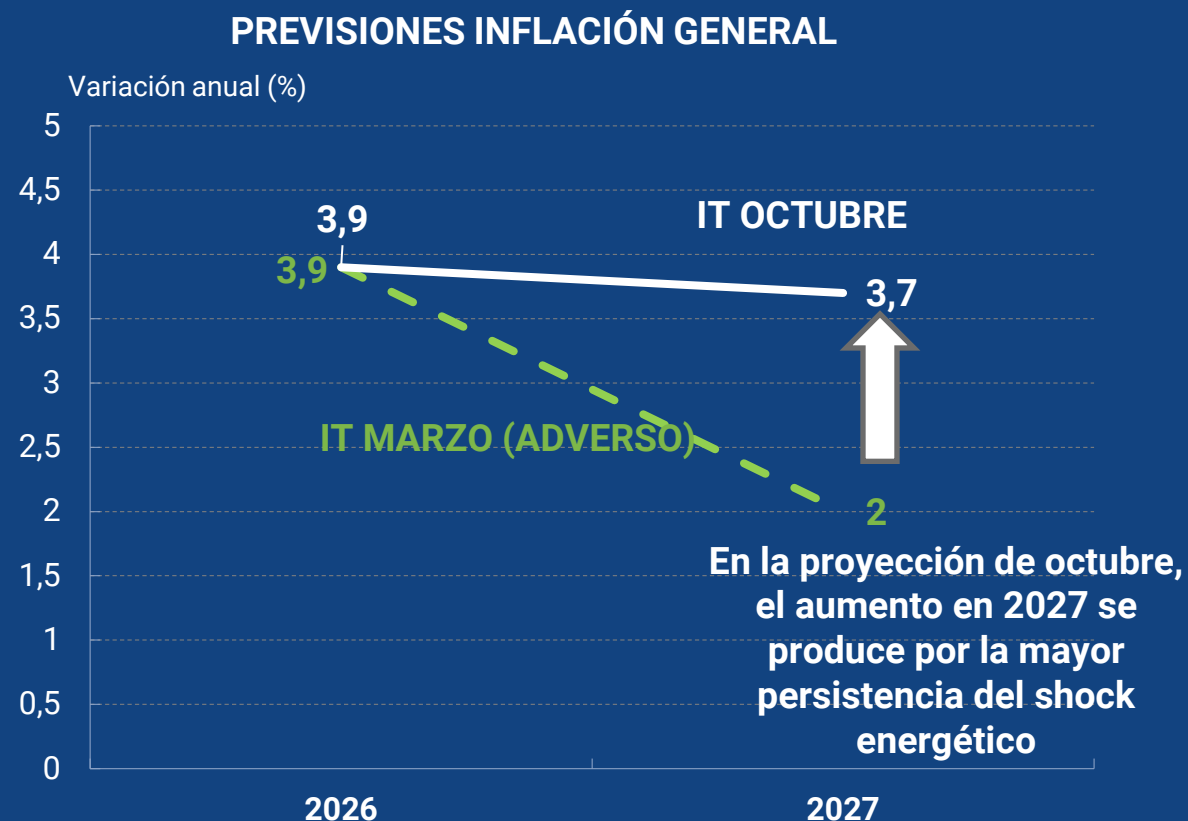
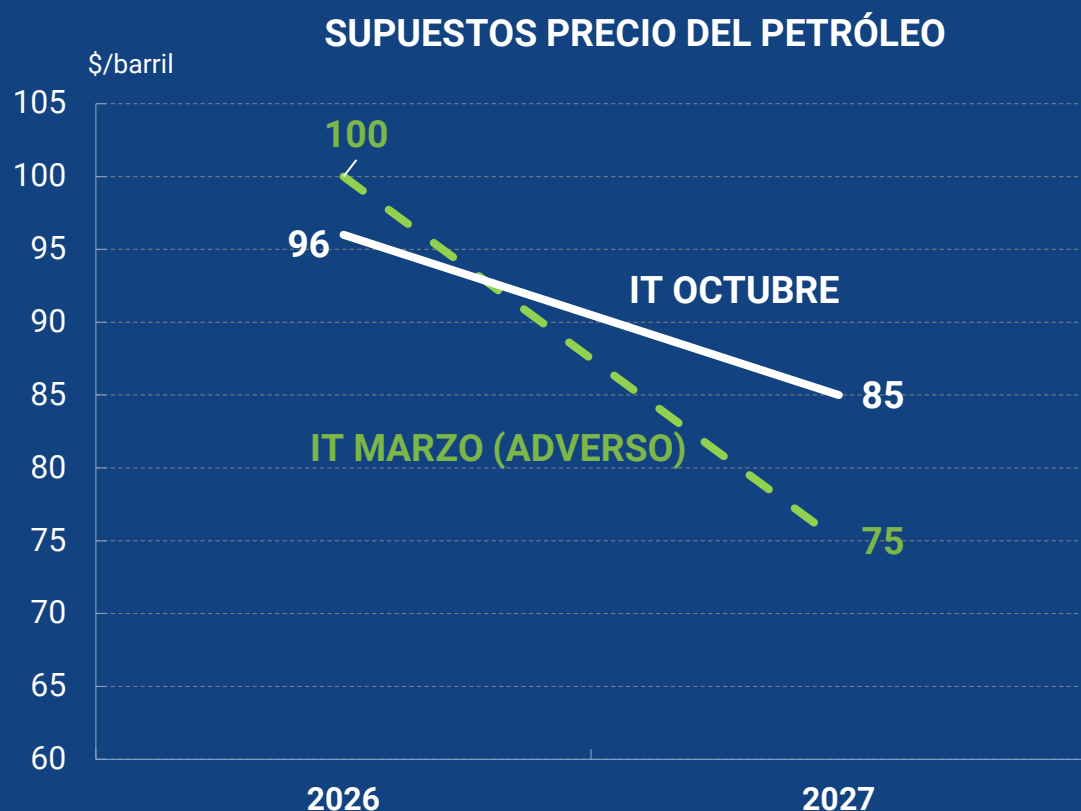
2026: LA INFLACIÓN SE REVISA AL ALZA TRES DÉCIMAS



LA INFLACIÓN DE 2027 SE REVISA AL ALZA HASTA EL 3,7% Y LA SUBYACENTE HASTA EL 3,5%

	INFLACIÓN GENERAL (%)		INFLACIÓN SUBYACENTE (%)	
	2026	2027	2026	2027
<i>Tasa interanual (%)</i>				
IT MARZO (CENTRAL)	3,0	2,5	2,7	2,7
IT JUNIO	3,6	2,6	3,2	3,2
IT OCTUBRE	3,9	3,7	3,4	3,5

LA PROYECCIÓN DE INFLACIÓN EN 2026 ESTÁ EN LÍNEA CON EL ESCENARIO ADVERSO PRESENTADO EN MARZO



ÍNDICE

1

**Contexto
internacional**

2

**Datos y
proyecciones de
actividad**

3

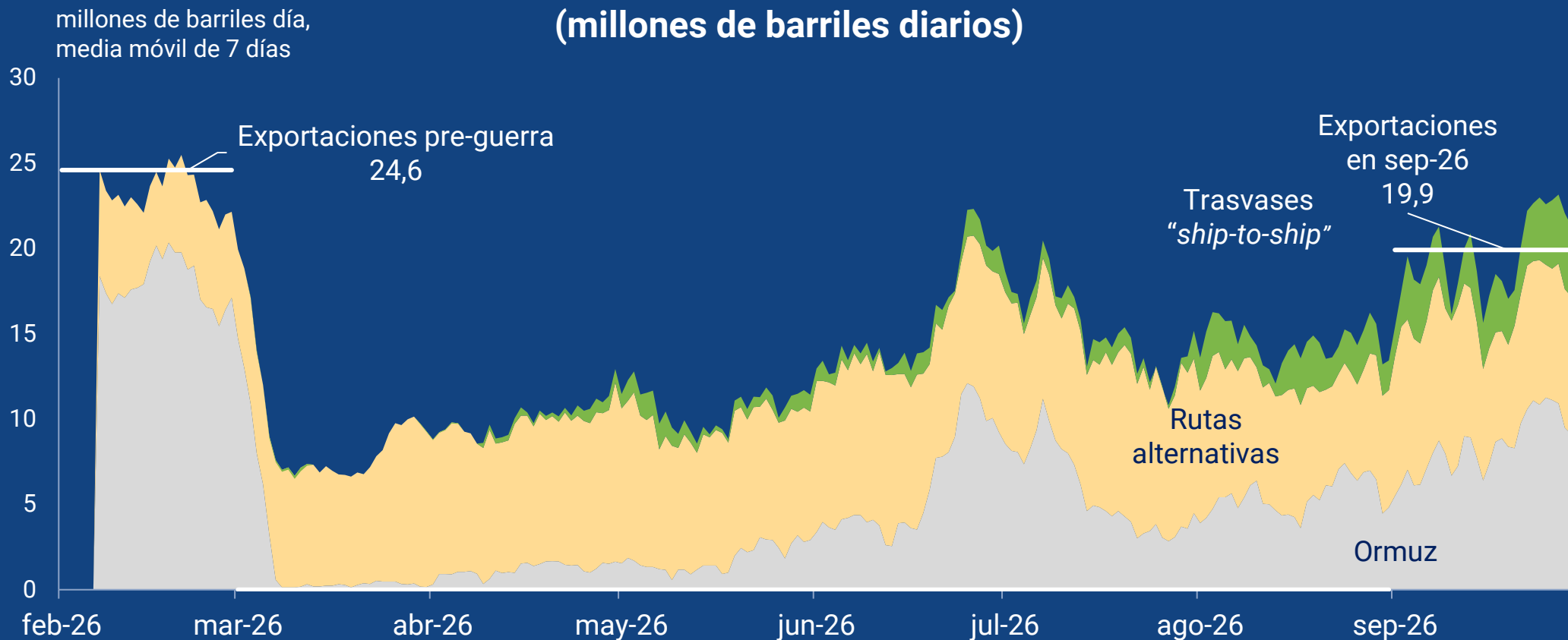
**Inflación: datos,
proyecciones y
diferencial con la
UEM**

4

**Escenarios
alternativos**

LA OFERTA DE CRUDO TIENDE A NORMALIZARSE, PERO ES MENOR QUE ANTES DEL CONFLICTO

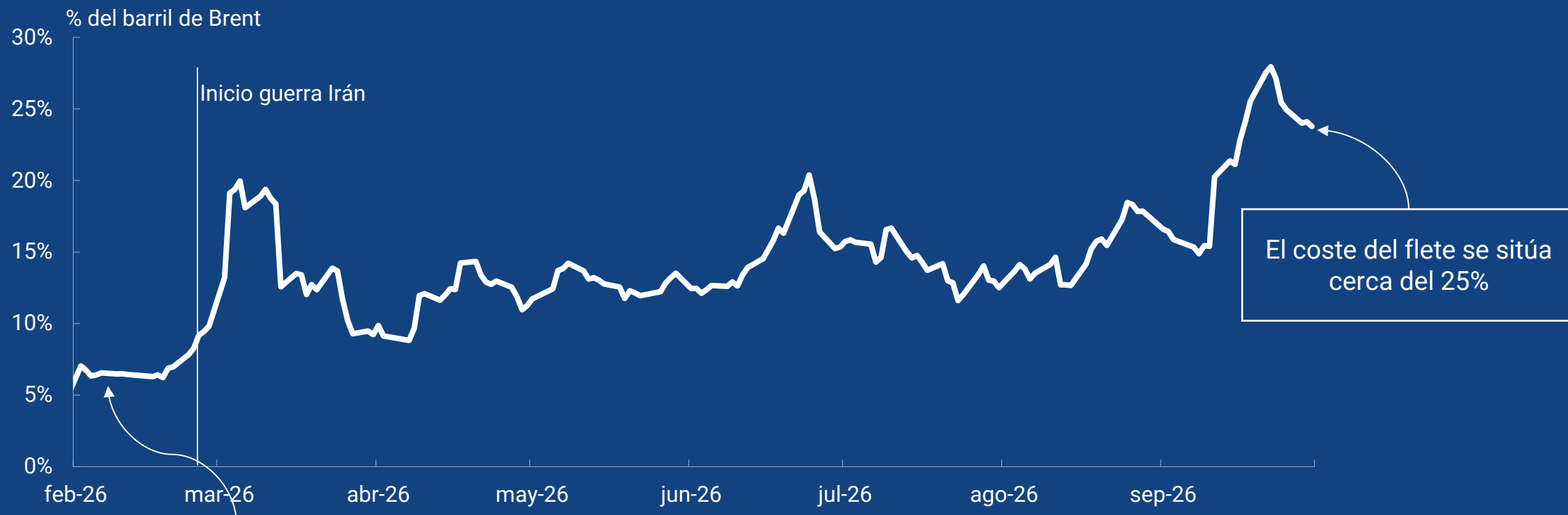
EXPORTACIONES DE CRUDO DE ORIENTE MEDIO (millones de barriles diarios)



Fuentes: Bloomberg y Keplr. Última observación: 30 de septiembre.

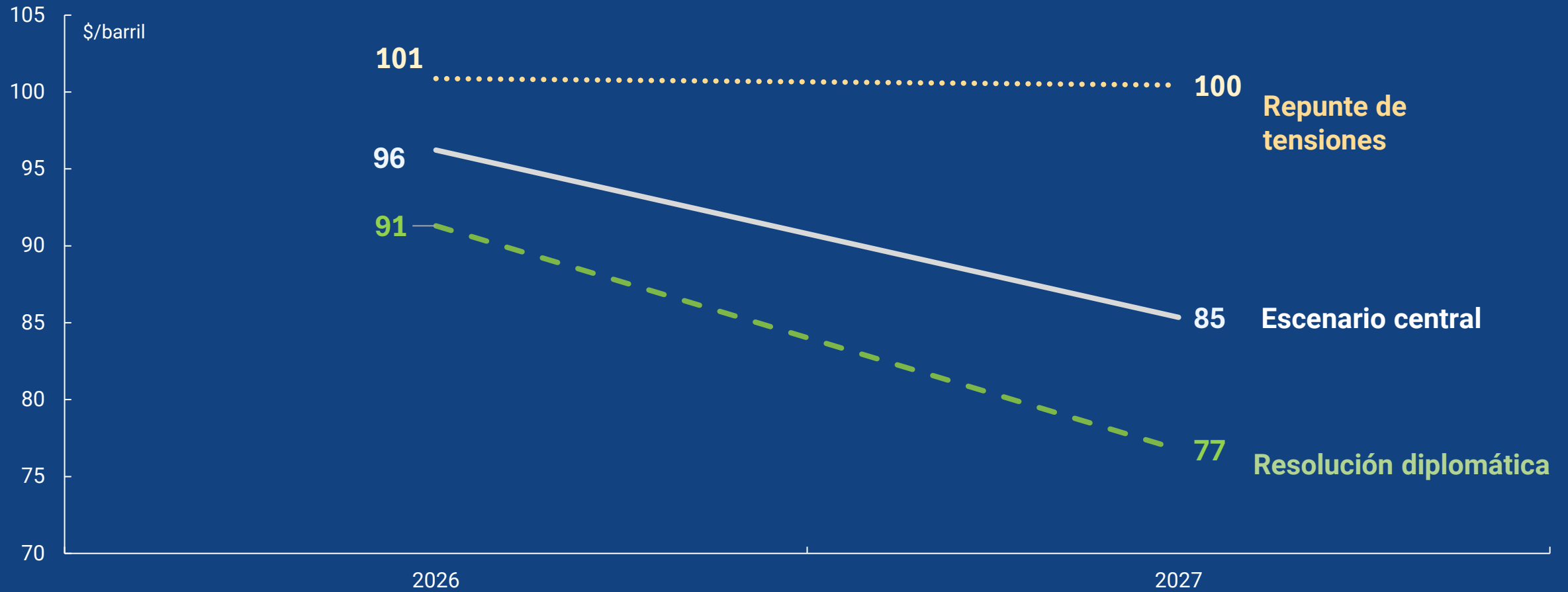
... AUNQUE A UN COSTE MÁS ELEVADO

COSTE DE TRANSPORTE DE CRUDO GOLFO PÉRSICO-MEDITERRÁNEO



Antes de la guerra, el flete de un petrolero añadía un 6% al coste del barril de Brent

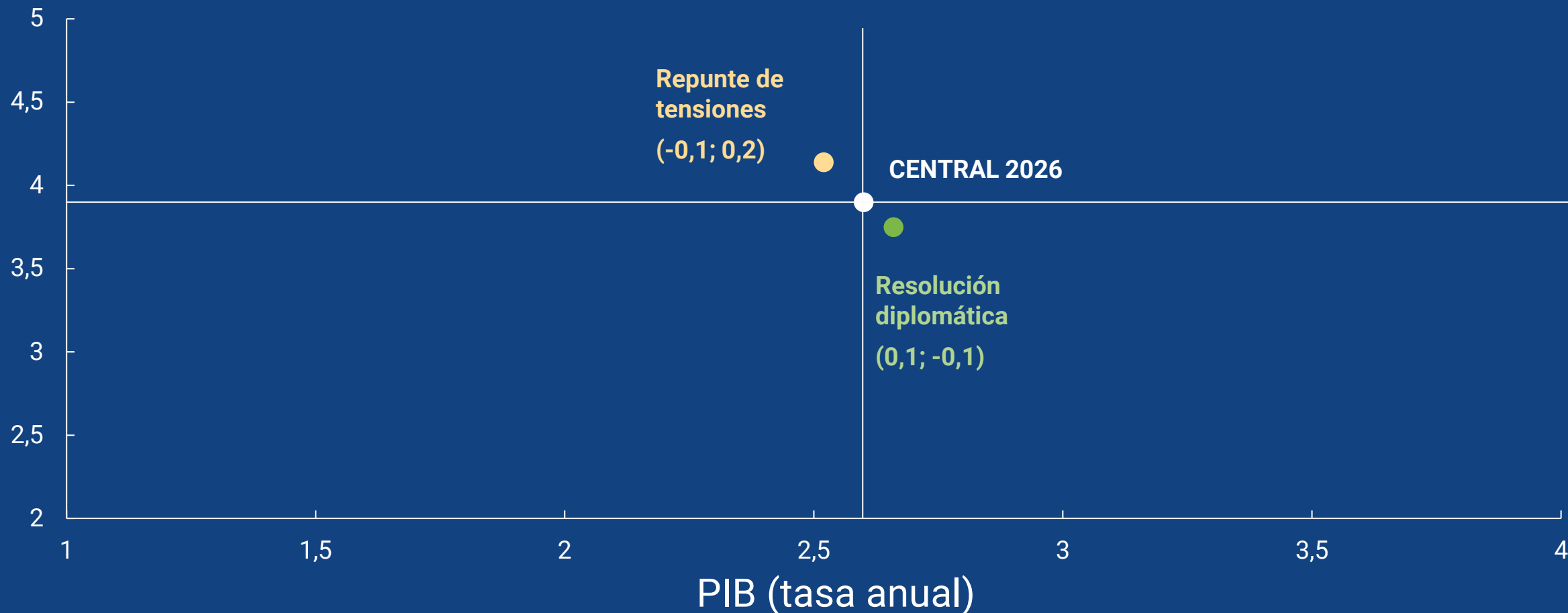
PRECIOS DEL PETRÓLEO BAJO DISTINTOS ESCENARIOS



LOS ESCENARIOS SUPONDRÍAN REVISIONES LEVES EN 2026

Inflación

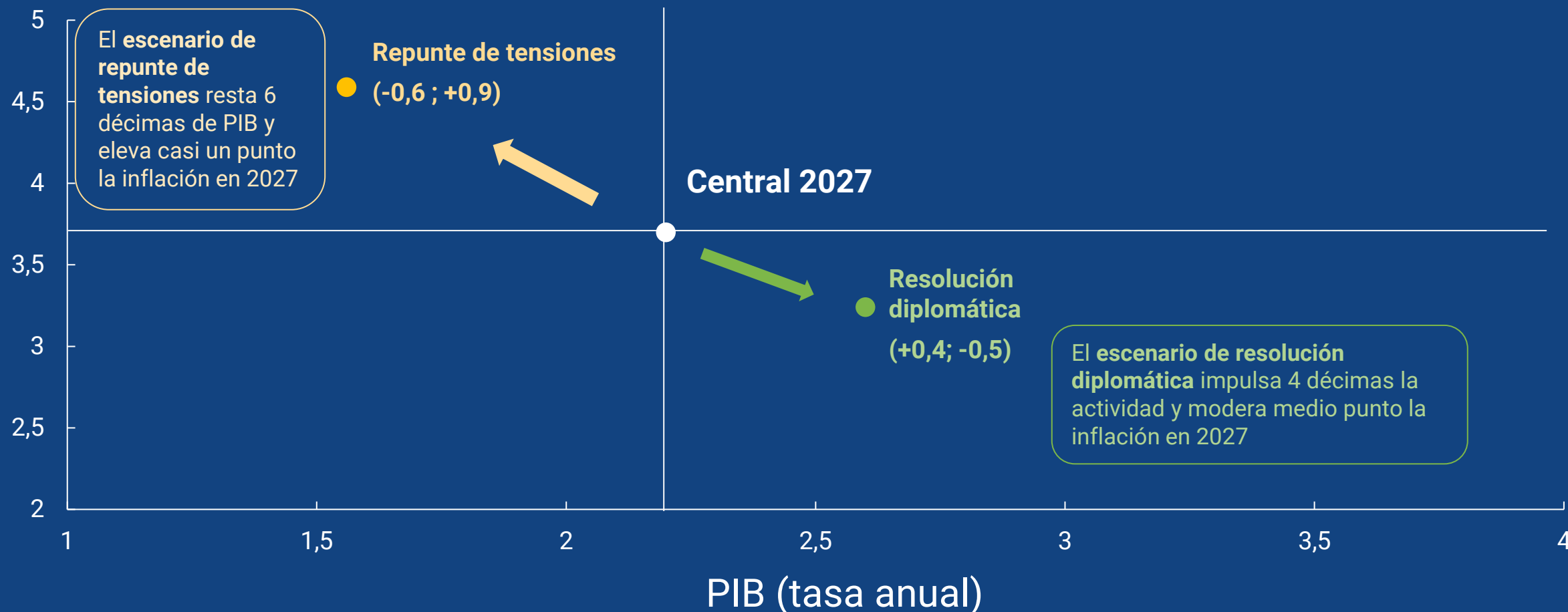
IMPACTO SOBRE PIB E INFLACIÓN EN 2026 DE LOS ESCENARIOS GEOPOLÍTICOS



AUNQUE AFECTARÍAN SIGNIFICATIVAMENTE A LA PREVISIÓN DE 2027

Inflación

IMPACTO SOBRE PIB E INFLACIÓN EN 2027 DE LOS ESCENARIOS GEOPOLÍTICOS



Muchas gracias por su atención