

---

**19.03.2024**

**Situación y perspectivas económicas en España y en el área del  
euro**

IV Observatorio de las Finanzas El Español - Invertia

Madrid

Pablo Hernández de Cos

Gobernador

---

Quisiera comenzar agradeciendo a los organizadores la invitación a participar, una vez más, en este Observatorio de las Finanzas del diario El Español. En esta ocasión quiero centrar mi intervención en abordar **las perspectivas económicas del área del euro y las implicaciones para la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), así como las proyecciones de la economía española** publicadas por el Banco de España la semana pasada y las principales recomendaciones de política económica para nuestro país en el contexto actual.

\*\*\*

El **entorno internacional** se caracteriza en el periodo reciente por **tres grandes tendencias**.

**En primer lugar, la actividad económica mundial ha mantenido un dinamismo mayor que el esperado**<sup>1</sup>, a pesar del tono restrictivo de la política monetaria y de la incertidumbre geopolítica. Esta resistencia se ha basado, en parte, en el vigor del empleo observado en la mayoría de las economías y, en algunas regiones, en el apoyo de la política fiscal.

No obstante, la heterogeneidad por áreas geográficas fue significativa, contrastando, por ejemplo, la sorpresa al alza en el crecimiento del PIB de Estados Unidos y China, con la debilidad del área del euro.

A futuro, **se espera una estabilización del crecimiento mundial pero en tasas moderadas**. Así, las proyecciones del Eurosistema anticipan unas tasas de crecimiento del 3,4 % en 2024 y el 3,2 % en 2025-26, inferiores a la media de las dos últimas décadas (del 3,8 %).

Además, se seguiría observando cierta disparidad entre regiones, con una ligera desaceleración del crecimiento esperado en Estados Unidos y China, frente a una leve aceleración en el caso del área del euro.

**En segundo lugar, es destacable la continuación del proceso desinflacionario**, incluso con una intensidad mayor que la esperada, influido por la caída de los precios de las materias primas energéticas, el desvanecimiento de las perturbaciones de oferta adversas de años precedentes y el impacto del endurecimiento acumulado de la política monetaria.

**Se espera, además, que las tasas de inflación sigan descendiendo en los próximos trimestres**, una expectativa que depende fundamentalmente de que no se produzca una escalada en los conflictos bélicos y tensiones geopolíticas.

**En tercer lugar, los mercados financieros internacionales han experimentado movimientos significativos en los últimos meses, observándose ganancias bursátiles y reducciones de los tipos de interés a largo plazo**, al tiempo que descuentan que los

---

<sup>1</sup> Según las proyecciones del Eurosistema de marzo, el PIB mundial habría experimentado una leve ralentización en 2023, hasta el 3,5 %.

bancos centrales de las principales economías avanzadas –incluyendo el BCE– no tardarán en reducir sus tipos de interés<sup>2</sup>.

\*\*\*

**En cuanto al área del euro, la actividad económica ha seguido mostrando una clara debilidad y solo se espera que incremente su grado de dinamismo de forma gradual.**

En el cuarto trimestre de 2023, el PIB de la UEM se estancó, tras el leve retroceso observado en el tercer trimestre, lo que se tradujo en un crecimiento medio del PIB del 0,5 % para el conjunto de 2023. Asimismo, los indicadores disponibles sugieren que dicha atonía se ha prolongado en el arranque de 2024.

**Las últimas proyecciones de los expertos del BCE revisaron a la baja, las perspectivas de crecimiento para 2024 –hasta el 0,6 %–, lo que supone la quinta revisión consecutiva en esta dirección.** Los crecimientos previstos para 2025 y 2026 se sitúan en el entorno del 1,5%, tasa ligeramente por encima del promedio de las dos últimas décadas (del 1,4 %).

La recuperación gradual prevista se apoyaría, sobre todo, en el consumo privado, favorecido por el incremento de la renta real de los hogares en un contexto de crecimientos salariales robustos y de descensos en la inflación. También se prevé que se mantenga el dinamismo del consumo público y una evolución favorable de la demanda externa, en un contexto de mejora de los términos de intercambio del área. La política monetaria ejercería gradualmente un menor grado de restricción sobre la economía, de acuerdo con las expectativas de los mercados financieros.

Seguimos pensando, además, que los riesgos para el crecimiento económico apuntan a la baja. El crecimiento podría ser menor si los efectos de la política monetaria o el debilitamiento de la economía mundial fueran más intensos de lo esperado. Pero las mayores fuentes de riesgos siguen siendo de carácter geopolítico, asociados a la guerra en Ucrania y el conflicto en Oriente Próximo.

**Por su parte, la inflación ha evolucionado mejor de lo previsto,** principalmente debido a la corrección más intensa de lo anticipado de los precios de la energía. La caída de la inflación desde sus máximos ha sido muy significativa, tanto de la general (8 pp desde octubre de 2022) como de la subyacente (2,6 pp desde marzo de 2023).

**Se prevé que la desaceleración de la inflación continúe en los próximos trimestres,** si bien en 2024 el descenso sería más lento debido a efectos base al alza, a la retirada gradual de las medidas fiscales adoptadas durante la crisis energética y la mayor persistencia de la inflación de los servicios, en línea con los patrones históricos. Con todo, las proyecciones contemplan que la inflación se modere hasta el 2,3 % en 2024, lo que representa una nueva revisión a la baja, y en el entorno del 2% tanto en 2025 como en 2026.

Esta reducción progresiva de la inflación sería compatible con un crecimiento robusto, aunque decreciente, de los salarios, que recuperarían en 2025 el poder adquisitivo previo

---

<sup>2</sup> Por ejemplo, los mercados esperaban, a fecha del 12 de marzo, que el primer recorte de tipos oficiales en Estados Unidos se produjera en junio de 2024, con una reducción acumulada de entre 125 y 150 puntos básicos (pb) en 2024.

al episodio inflacionista, dado que se prevé una recuperación de la productividad laboral y una evolución moderada de los márgenes empresariales.

En el caso de la productividad, se entiende que una parte de la evolución positiva del empleo en los últimos trimestres se debe al deseo de las empresas de mantener a sus trabajadores a pesar de la debilidad de la demanda, en un contexto en el que se percibe escasez de mano de obra y se anticipa que las perturbaciones negativas que están lastrando la economía sean de carácter temporal. Por ello, se anticipa que la recuperación de la actividad sea menos intensiva en empleo y, de esta forma, aumente la productividad.

Por su parte, ante la debilidad de la demanda y la resolución de los cuellos de botella, se espera que los márgenes empresariales actúen de colchón de las presiones salariales, como, de hecho, ya ha sucedido en la segunda parte de 2023.

Asimismo, los riesgos en torno a estas proyecciones de inflación se encuentran, en mi opinión, equilibrados. Los riesgos al alza incluyen la escalada de tensiones geopolíticas, que podría impulsar una subida más acusada de los precios energéticos y de los fletes. La inflación también podría aumentar más de lo previsto si los salarios suben más de lo esperado o si los márgenes de beneficios muestran una mayor resiliencia. Pero, en sentido contrario, la inflación podría ser más baja si se materializan los riesgos a la baja para el crecimiento mencionados.

En este contexto, en nuestra reunión de marzo del Consejo de Gobierno del BCE decidimos mantener sin cambios los tipos de interés oficiales, en el 4 % en el caso de la facilidad de depósito. Pero, más allá de esta decisión, me gustaría aprovechar esta ocasión para describir mi visión de la política monetaria hacia adelante.

Es importante subrayar que las perspectivas de inflación anticipan el cumplimiento de nuestro objetivo de inflación en el medio plazo. Además, la senda de inflación general y la mayoría de indicadores de inflación subyacente han continuado con su tendencia a la baja. Hemos ido ganando, además, más confianza en las proyecciones de inflación, dado que los errores de previsión han sido muy reducidos en los últimos trimestres e incluso han tenido un signo negativo, es decir, la inflación se ha situado ligeramente por debajo de lo esperado.

Asimismo, nuestra valoración es que la política monetaria continúa transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación, que siguen situándose en territorio ampliamente restrictivo pese a mostrar ciertas señales de estabilización. Asimismo, el crecimiento del crédito se mantiene débil, y todavía queda una parte de nuestras subidas de tipos de interés pendiente de trasladarse a las condiciones de financiación.

Hay que tener en cuenta también que estas proyecciones de convergencia de la inflación hacia nuestro objetivo están construidas sobre la base de las expectativas de mercado acerca de la evolución de los tipos de interés a la fecha de cierre de los supuestos del ejercicio, el 9 de febrero de 2023. En ese momento, la mediana de las expectativas de los analistas anticipaba la primera reducción de tipos para junio de 2024 y que al final de 2024

el tipo de la facilidad de depósito se situaría alrededor del 3 % y que a largo plazo alcanzaría el 2 %<sup>3</sup>.

En todo caso, hay que seguir subrayando que el nivel de incertidumbre sigue siendo elevado lo que obliga a seguir muy atentos a la nueva información que recibamos y a las implicaciones que pueda tener para las perspectivas de inflación. Reaccionaremos dependiendo los datos, sin anclarnos incondicionalmente a ningún tipo de pauta de política monetaria.

En este sentido, es importante recordar la naturaleza simétrica de nuestro objetivo de inflación que aprobamos de forma unánime en nuestra revisión de la estrategia de política monetaria en 2021. Tal y como establecimos entonces, esta simetría significa que deberíamos estar igual de preocupados por desviaciones por debajo del objetivo de inflación que por desviaciones por encima.

\*\*\*

**En cuanto a la economía española, la actividad ha mostrado recientemente un dinamismo más elevado de lo inicialmente previsto, y superior al de la UEM.**

No obstante, la composición del crecimiento observado a finales de 2023, del 0,6% intertrimestral, el doble de lo esperado inicialmente por el Banco de España, deja entrever **algunos elementos de debilidad.**

En primer lugar, **las principales sorpresas positivas estarían asociadas al dinamismo del consumo público y a la acumulación de inventarios**, los cuales previsiblemente perderán vigor en los próximos trimestres.

Segundo, **la formación bruta de capital fijo y el consumo privado**, que habitualmente constituyen los principales soportes de crecimiento estable para cualquier economía, **habrían mostrado un comportamiento peor del esperado.**

Tercero, **la productividad sigue registrando una notable debilidad**, lo que podría actuar como un factor limitante del crecimiento económico a medio y largo plazo. Esta atonía de la productividad estaría contribuyendo, en parte, a un aumento de los costes laborales unitarios que podría redundar en posibles pérdidas de competitividad internacional.

Para el conjunto de 2023, a la resiliencia de la economía habrían contribuido, por el lado de la oferta, la favorable estructura sectorial española, con un mayor peso de sectores que muestran un comportamiento positivo, como los relacionados con el turismo, y el menor impacto del aumento de los precios energéticos en la industria; mientras que, por el lado de la demanda, el dinamismo del consumo ha supuesto el principal factor de apoyo a la actividad, incluido el consumo público.

Asimismo, la economía española también se ha visto beneficiada por el crecimiento poblacional, explicado íntegramente por los flujos positivos de inmigración. La creación de empleo ha mantenido, de hecho, un elevado dinamismo, favorecida precisamente por el impulso proveniente de los trabajadores de nacionalidad extranjera.

---

<sup>3</sup> Véase la encuesta a analistas de política monetaria ([Survey of Monetary Analysts, SMA](#)) del BCE de marzo.

**Por su parte, los indicadores coyunturales más recientes sugieren que el ritmo de avance del PIB se habría ralentizado ligeramente en el primer trimestre de 2024. En comparación con las proyecciones de diciembre, se ha revisado al alza el crecimiento del PIB en 2024 en 0,3 pp, hasta el 1,9 %, y se mantiene en el 1,9% en 2025 y 1,7% 2026<sup>4</sup>.**

Algunos de los factores que contribuirán positivamente al dinamismo de la actividad a lo largo del horizonte de proyección son la disipación gradual del impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad, el avance de las rentas reales, la reactivación paulatina de la economía europea y global, un mayor despliegue previsto de los fondos NGEU y el mantenimiento del dinamismo poblacional.

Se prevé que el crecimiento de la economía española descansa sobre la demanda interna, especialmente del consumo privado en línea con unas perspectivas favorables para el mercado laboral y el crecimiento previsto de la renta, mientras que la inversión seguirá siendo el componente de la demanda que muestre una recuperación más tardía de los niveles pre-pandemia.

**Por su parte, la inflación general se situó en el 2,9 % en febrero, retomando la senda de reducción previa,** y la inflación subyacente ha mantenido su senda de desaceleración gradual en los últimos meses, si bien ha repuntado ligeramente en febrero.

**Las proyecciones anticipan que la inflación continúe la senda descendente** en los próximos meses hacia situarse por debajo del 2% en 2025 y 2026<sup>5</sup>, como reflejo de una moderación gradual en el ritmo de avance de los precios de los alimentos y en la inflación subyacente, que más que compensará el repunte que mostrará la contribución del componente energético.

En lo que se refiere a los riesgos en torno a las proyecciones, como en el caso del área del euro, estos se encontrarían orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados en relación a la inflación.

Me gustaría, en todo caso, subrayar algunos riesgos específicos de la economía española.

En primer lugar, **los costes laborales unitarios vienen mostrando un elevado crecimiento en nuestro país** a pesar de que se mantiene un repunte moderado en los salarios negociados (en línea con las recomendaciones fijadas en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva). Esto se debe a que en los últimos trimestres la remuneración por asalariado en la economía de mercado ha venido registrando aumentos superiores a los incrementos salariales pactados en convenio. Este crecimiento de la remuneración, en un entorno de incremento de los costes laborales no salariales (por ejemplo, cotizaciones sociales) y débil comportamiento de la productividad, ha generado aumentos de los costes laborales unitarios por encima de los observados en el resto de

---

<sup>4</sup> Los principales factores que están detrás de la revisión de 2024 son los nuevos datos de Contabilidad Nacional relativos a los últimos trimestres, los menores precios de la energía que se han observado en los últimos meses y que se prevén para los próximos años, y la extensión parcial, no anticipada en las proyecciones de diciembre, de algunas de las medidas desplegadas por las autoridades para combatir los efectos del episodio inflacionista, como es el caso de las medidas referidas a los impuestos sobre el consumo de energía.

<sup>5</sup> La inflación general se reducirá gradualmente desde el 3,4 % observado en el promedio de 2023 hasta el 2,7 % en 2024, el 1,9 % en 2025 y el 1,7 % en 2026.

países de la UEM desde el inicio de la pandemia, lo que podría acabar afectando a la competitividad-precio de las empresas españolas<sup>6</sup>.

En segundo lugar, de acuerdo con los resultados de la última Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial, **las empresas han percibido en los últimos trimestres un aumento de la incertidumbre sobre la política económica**, que estaría afectando negativamente a un 58% de las compañías, de forma que se ha convertido en el principal factor condicionante de la actividad reportado por estas. De mantenerse, estas dinámicas podrían llegar a incidir negativamente sobre las decisiones de inversión empresarial, en un contexto en el que esta se ha mantenido muy débil en los últimos años, y sobre la senda de crecimiento futuro.

En tercer lugar, **las proyecciones están particularmente condicionadas por el ritmo de ejecución del programa NGEU**, para el que se asume, como decía, que su impulso gane tracción en 2024 y 2025.

En cuarto lugar, **persiste un déficit público estructural y una deuda pública elevados**, que representan una fuente de vulnerabilidad que no debe minusvalorarse, especialmente en un contexto de mayores costes de financiación. En este sentido, el cumplimiento estricto de las nuevas reglas fiscales debería garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas y permitiría a la política fiscal generar un margen de maniobra frente a futuras perturbaciones negativas.

Este cumplimiento **requerirá el diseño y la implementación de un plan de consolidación fiscal** que permita una corrección del déficit público estructural más acusada que la contemplada en las proyecciones del Banco de España. 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 en el corto plazo.

En todo caso, **la necesidad de un ajuste fiscal progresivo en España debería ser una prioridad absoluta para la política económica**. Sería además un elemento que contribuiría a la reducción de la incertidumbre sobre las políticas económicas que he mencionado.

El impacto sobre el crecimiento se podría ver reducido, además, si fuera acompañado de la implementación de reformas estructurales ambiciosas y las inversiones necesarias para mejorar la capacidad de crecimiento –respaldadas por la plena implementación del programa NGEU—. Estas políticas económicas contribuirían a reducir las presiones sobre los precios a medio plazo, aumentar el crecimiento potencial y revertir la pérdida de convergencia con Europa acumulada en las últimas décadas. Una pérdida de convergencia que se ha mantenido desde el inicio de la pandemia.

Como ya he dicho en otras ocasiones, sería necesario alcanzar en España unos consensos políticos y sociales básicos que nos permitan abordar este proceso de consolidación fiscal a lo largo de varias legislaturas y que las reformas estructurales que lo acompañen sean sostenidas en el tiempo.

---

<sup>6</sup> Véase [Ghomi, Hurtado y Montero \(2024\)](#).