

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA (2023-2026)**

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2026)

Esta sección presenta los principales rasgos de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española a lo largo del horizonte 2023-2026¹.

Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el crecimiento del PIB de nuestro país, que en 2022 alcanzó el 5,8 %, se ralentizará en 2023 y en 2024, y se establecerá en el 2,4 % y el 1,6 %, respectivamente; con posterioridad, el ritmo de avance del producto se situará en el 1,9 % en 2025 y el 1,7 % en 2026 (véase cuadro 1). Por el lado de los precios, la inflación general —que en el promedio de 2022 fue del 8,3 %— disminuirá hasta el 3,4 % en 2023 y seguirá moderándose a lo largo de todo el horizonte de proyección, registrando tasas promedio del 3,3 % en 2024, del 2 % en 2025 y del 1,9 % en 2026. Por su parte, el componente subyacente de los precios crecerá un 4,1 % este año —tres décimas más que en 2022—, se desacelerará hasta el 1,9 % en los dos años siguientes y se situará en el 1,8 % en 2026. En cuanto a la tasa de paro, esta se reducirá desde el 12,9 % de 2022 hasta el 12,1 % en 2023 y mostrará una leve senda descendente durante el período 2024-2026, si bien permanecerá en el entorno del 11 %.

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

Principales factores condicionantes y supuestos que subyacen a las proyecciones

En términos generales, todo ejercicio de proyecciones viene condicionado por dos elementos fundamentales. En primer lugar, por un conjunto de supuestos técnicos que describen la evolución futura prevista de determinadas variables macrofinancieras y fiscales; una evolución que es clave a la hora de precisar el grado de dinamismo de la actividad y el comportamiento de la inflación en los próximos trimestres. En segundo lugar, por las posibles revisiones estadísticas que se han producido en los últimos meses y que han podido modificar el punto de partida sobre el que proyectar las sendas futuras de la actividad y los precios. En este apartado se describe, brevemente, el papel que estos factores desempeñan en el actual ejercicio de previsiones.

¹ Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 19 de septiembre, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, la revisión de las cifras de la Contabilidad Nacional Anual (CNA) referidas al período 2020-2022, la revisión de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) hasta el segundo trimestre de 2023, compatible con las nuevas series de la CNA, las cuentas trimestrales no financieras de los sectores institucionales del segundo trimestre de 2023, la estimación de avance de la CNTR del tercer trimestre de 2023 y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de distintas variables clave en el ejercicio. Además, en este ejercicio se incorpora, por primera vez, el año 2026 al horizonte de proyección. La fecha de cierre de la recogida de información es el 30 de noviembre.

Cuadro 1

Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

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

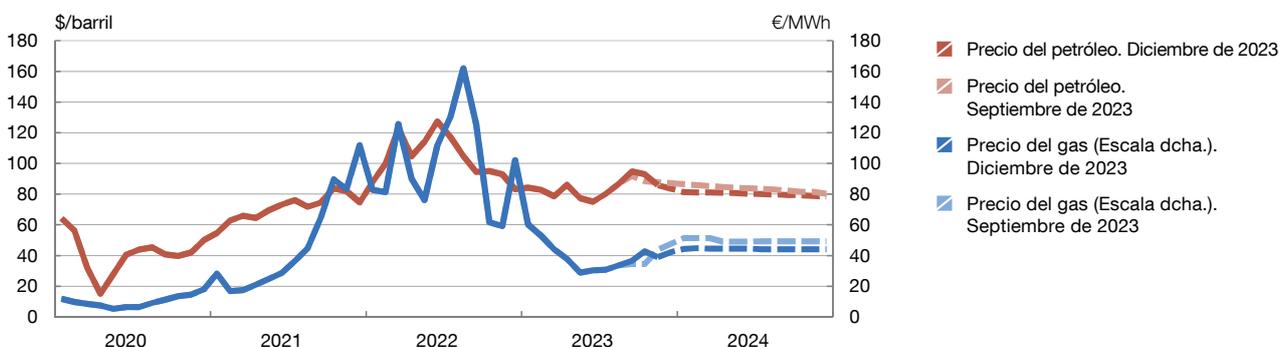
FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

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

a Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de noviembre de 2023.**b** Media anual.

Gráfico 1

1.a Evolución de los precios de la energía

**FUENTES:** Mercado Ibérico del Gas y Reuters.

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

Supuestos sobre la evolución futura de los tipos de interés. De acuerdo con las expectativas de los mercados financieros internacionales², los tipos de interés a corto y a largo plazo

² En los ejercicios de previsión del Eurosistema, los supuestos relativos a las sendas de los tipos de interés de mercado —al igual que en el caso de los precios del petróleo y otras materias primas— están basados en las cotizaciones observadas en los respectivos mercados en los diez días laborables que preceden a la fecha de cierre del ejercicio de proyección.

Cuadro 2

Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

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

	2022	Proyecciones de diciembre de 2023				Diferencia entre las previsiones actuales y las de septiembre de 2023 (b)		
		2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025
Mercados de exportación de España (c)	8,1	0,2	2,2	3,0	2,9	-0,1	-0,5	0,2
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	103,7	84,0	80,1	76,5	73,6	0,2	-3,4	-2,3
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,05	1,08	1,08	1,08	1,08	0,00	0,00	0,00
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	112,1	115,6	116,5	116,5	116,5	-0,1	0,8	0,8
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	0,3	3,4	3,6	2,8	2,7	0,0	0,0	-0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	2,2	3,5	3,6	3,7	3,9	0,0	-0,1	-0,1

FUENTES: Mercado Ibérico del Gas, Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 28 de noviembre para los mercados de exportación de España y 23 de noviembre para el resto de las variables. Las cifras en niveles son promedios anuales, y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro* de diciembre de 2023.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

permanecerán en niveles relativamente elevados a lo largo de todo el horizonte de proyección. No obstante, en relación con las expectativas que los participantes en estos mercados mantenían hace unos meses, **la senda prevista a futuro para los tipos de interés se ha revisado ligeramente a la baja recientemente** (véase cuadro 2).

Supuestos sobre la evolución futura de los mercados exteriores. En línea con las perspectivas sobre el **comportamiento de la actividad económica global** en los próximos trimestres y, en especial, sobre el **crecimiento económico en la Unión Económica y Monetaria**, el ejercicio de proyecciones conjunto del Eurosistema contempla una recuperación gradual de los mercados de exportación de España en los próximos años. Dicha recuperación sería, no obstante, ligeramente más débil que la prevista en el ejercicio de proyecciones de septiembre, debido, sobre todo, al menor dinamismo esperado en el tramo final de 2023 y en los primeros meses de 2024. Por otra parte, en relación con dicho ejercicio, el tipo de cambio en términos efectivos nominales se encuentra ahora algo más apreciado.

Supuestos sobre la política fiscal en España. Los nuevos supuestos fiscales incluyen algunos cambios significativos con respecto a los supuestos que se tuvieron en cuenta sobre esta materia en las proyecciones de septiembre. En particular, el actual ejercicio incorpora la extensión hasta

diciembre de 2024 de las subvenciones al precio del transporte público implementadas en 2023 —en línea con lo previsto por el Gobierno en el último Plan Presupuestario— y la extensión hasta junio de 2024 de la rebaja del IVA de determinados alimentos —de acuerdo con el anuncio público hecho por el Gobierno—. No obstante, se mantiene el supuesto en cuanto a la expiración, a finales de 2023, del resto de las medidas desplegadas ante la crisis energética —en particular, de las rebajas de impuestos sobre la energía—. Sin tener en cuenta el impulso fiscal proveniente del programa *Next Generation EU* (NGEU), todo ello implicaría un tono contractivo de la política fiscal en 2024, aunque menos acusado que en las anteriores proyecciones. Además, el tono de la política fiscal pasaría a ser ligeramente expansivo en 2025, debido al supuesto de no extensión de las medidas transitorias de ingresos más allá de lo aprobado actualmente³.

Supuestos sobre el gasto financiado con los fondos europeos del programa NGEU. La senda prevista de gastos e inversiones vinculados al programa NGEU contempla un cierto retraso con respecto a la que se incluyó en el ejercicio de proyecciones de septiembre. Esto se debe, fundamentalmente, a que en los últimos meses la *evolución de las adjudicaciones ha mostrado un dinamismo menor de lo esperado*. De este modo, se prevé que el impacto máximo de los fondos NGEU sobre el nivel de PIB se materialice en los años 2025 y 2026, frente a la senda proyectada en septiembre, que implicaba un impacto máximo en el nivel de PIB en 2024. Además, las nuevas proyecciones incorporan el recurso a los préstamos vinculados al programa NGEU e incluidos en la adenda al Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia español que fue aprobada por la Comisión Europea el pasado mes de octubre. No obstante, ante la elevada incertidumbre y la ausencia de información relevante acerca de la implementación de los diferentes mecanismos que permitirán canalizar estos préstamos, las actuales proyecciones solo incorporan su efecto sobre la deuda pública a lo largo del horizonte de proyección, pero no su eventual impacto macroeconómico, que podría materializarse más allá del horizonte 2023-2026.

Revisiones estadísticas. Un factor que condiciona de manera apreciable el ejercicio de proyecciones actual son las revisiones que el Instituto Nacional de Estadística (INE) ha realizado en los últimos meses tanto de la CNA —para el período 2020-2022— como de la CNTR —para los dos primeros trimestres de 2023—. Si bien estas revisiones forman parte de procedimientos estadísticos bien conocidos y armonizados a escala europea, en esta ocasión han dado lugar a algunos cambios *muy relevantes tanto en el nivel como en la composición de la actividad económica española*, que modifican sustancialmente el punto de partida del presente ejercicio de proyecciones en relación con el de septiembre. En particular, como se detalla en *Fernández, González Mínguez, Izquierdo y Urtasun (2023)*, según los nuevos datos, la economía española recuperó el nivel de PIB prepandemia en el tercer trimestre de 2022 —en lugar de haberlo hecho en la primavera de 2023, tal y como se desprendía de la información anterior—. A ello habría contribuido, entre otros factores, un mayor dinamismo del reportado inicialmente por parte del consumo de los hogares, cuyas rentas reales también se revisaron significativamente al alza.

³ Estas medidas son los gravámenes transitorios al sector financiero y energético, el impuesto sobre las grandes fortunas y el límite a la compensación de pérdidas en el impuesto sobre sociedades para los grupos consolidados.

Evolución prevista para la actividad

En un contexto de debilidad del entorno exterior y de traslación gradual del endurecimiento de la política monetaria global y europea a la actividad económica, la economía española se desaceleró en el tercer trimestre del año, si bien pudo mantener un ritmo de avance relativamente elevado. En concreto, según los datos de avance de la CNTR publicados por el INE, **el crecimiento intertrimestral del PIB se situó en el 0,3 % en el tercer trimestre**, en línea con lo esperado por el Banco de España en septiembre⁴. Si bien esta tasa de crecimiento fue inferior a las registradas en los dos primeros trimestres del año —del 0,6 % y del 0,4 %, respectivamente—, estuvo claramente por encima de la observada en el promedio del área del euro —del -0,1 %— y en otras de las mayores economías de la región.

Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre sugieren que la actividad habría mantenido un dinamismo similar al registrado en el trimestre anterior, coherente con un crecimiento en el entorno del 0,3 %. En esta dirección apuntan, por ejemplo, los indicadores PMI —**que han mantenido en octubre y noviembre niveles similares a los observados en el tercer trimestre**—, la **Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)** —que apunta a una estabilidad de la facturación de las empresas en el tramo final del año— y la **evolución de la afiliación a la Seguridad Social** —cuyo ritmo de crecimiento en octubre y noviembre fue, de media, similar al observado en el tercer trimestre—.

De cara a los próximos trimestres, se prevé que el crecimiento de la actividad tenderá a estabilizarse en registros ligeramente superiores a los observados en el último semestre. No obstante, el elevado dinamismo que la actividad económica mostró en el tramo final de 2022 y a comienzos de 2023 implica que, en términos de las tasas medias anuales, el avance del PIB se ralentizará entre 2023 y 2024 —desde el 2,4 % hasta el 1,6 %—, antes de volver a acelerarse levemente en el bienio 2025-2026, cuando alcanzará tasas del 1,9 % y el 1,7 %, respectivamente (véase cuadro 3). Esta evolución resulta coherente con los supuestos que subyacen a estas proyecciones, referidos al impulso fiscal proveniente del programa NGEU y a la reactivación paulatina de la economía europea, así como con la senda de moderación de la inflación y la consiguiente recuperación de las rentas reales de los agentes que se espera a lo largo del horizonte de proyección. El hecho de que el impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad alcance su pico el próximo año también contribuirá a la aceleración prevista en el ritmo de crecimiento del PIB en el bienio 2025-2026.

El principal soporte de la actividad a lo largo del horizonte de proyección será la demanda interna (véase gráfico 2). Por un lado, el consumo de los hogares se verá favorecido por el aumento de las rentas reales, en un contexto de moderación de las tasas de inflación y de creación de empleo e incrementos salariales en un mercado laboral relativamente dinámico. Por otro lado, la formación bruta de capital también actuará como un importante motor del crecimiento, debido, en gran medida, al efecto dinamizador de los proyectos de inversión vinculados al programa NGEU, cuyo despliegue ganará tracción en 2024 y 2025. Por su parte, la aportación de

4 "Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2023-2025)". *Boletín Económico* - Banco de España, 3/2023.

Cuadro 3

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

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

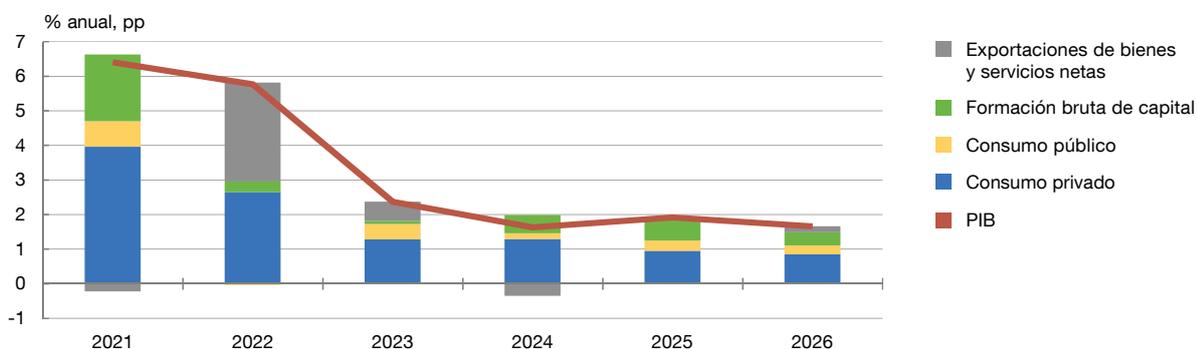
	2022	Proyecciones de diciembre de 2023				Proyecciones de septiembre de 2023		
		2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025
PIB	5,8	2,4	1,6	1,9	1,7	2,3	1,8	2,0
Consumo privado	4,7	2,2	2,3	1,7	1,5	0,7	2,2	2,0
Consumo público	-0,2	2,2	0,8	1,5	1,3	1,4	0,8	1,4
Formación bruta de capital fijo	2,4	1,8	2,7	2,7	1,8	3,1	3,4	2,4
Exportación de bienes y servicios	15,2	1,0	0,3	3,0	2,9	4,0	2,2	3,0
Importación de bienes y servicios	7,0	-0,4	1,3	3,0	2,7	1,5	3,2	3,0
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	1,8	2,0	1,8	1,5	1,2	2,1	1,9
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	2,9	0,6	-0,4	0,1	0,2	1,1	-0,3	0,1
PIB nominal	10,2	8,2	4,2	4,2	3,8	7,6	5,1	3,8
Deflactor del PIB	4,1	5,6	2,6	2,3	2,1	5,2	3,3	1,7
IAPC	8,3	3,4	3,3	2,0	1,9	3,6	4,3	1,8
IAPC sin energía ni alimentos	3,8	4,1	1,9	1,9	1,8	4,1	2,3	1,7
Empleo (horas)	3,9	1,9	1,3	1,1	0,9	1,3	1,5	1,3
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,9	12,1	11,7	11,4	11,3	12,0	11,5	11,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	1,5	3,4	2,9	3,0	3,0	5,0	4,1	3,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-4,7	-3,8	-3,4	-3,6	-3,6	-3,7	-3,4	-4,1
Deuda de las AAPP (% del PIB)	111,6	107,3	106,3	107,2	108,4	108,8	106,9	107,9

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: tercer trimestre de 2023.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 30 de noviembre de 2023.

Gráfico 2

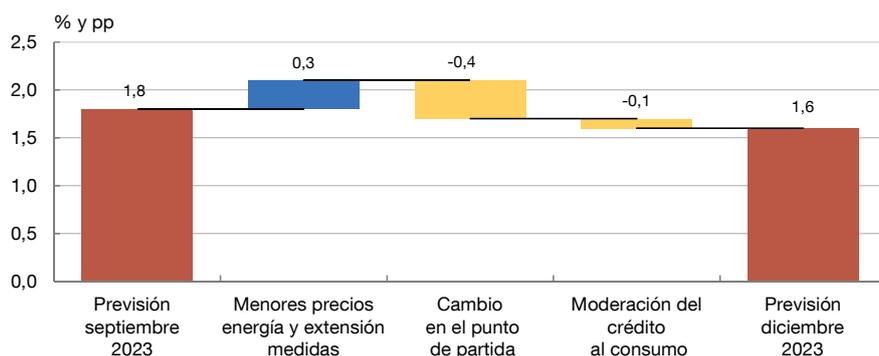
2.a Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

Gráfico 3

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

la demanda exterior neta al crecimiento se recuperará a lo largo de los próximos trimestres —tras su acusada contribución negativa durante la primavera y el verano de 2023—, si bien no se espera que, en los próximos años, las exportaciones netas puedan impulsar el avance del PIB con la misma intensidad con la que lo han hecho en el conjunto de 2022 y, en menor medida, 2023. Esto se debe a que el dinamismo creciente que se proyecta para las exportaciones de bienes y de servicios no turísticos —en consonancia con una mejora paulatina del entorno exterior— se verá compensado por la recuperación de las importaciones —asociada, entre otros factores, al avance de la formación bruta de capital fijo, que tiene un elevado contenido importador (Prades y Villanueva, 2017)— y por la ralentización de las exportaciones de servicios turísticos —toda vez que estas ya han superado sus niveles previos a la pandemia—.

En comparación con las proyecciones de septiembre, el crecimiento del PIB se revisa ligeramente al alza en 2023 y a la baja en 2024 y 2025. El ejercicio de septiembre y el actual contemplan, esencialmente, el mismo grado de dinamismo de la actividad económica española en la segunda mitad de este año. Por tanto, la revisión al alza que se ha producido en la tasa de crecimiento del PIB en 2023 se debe, fundamentalmente, al efecto positivo que las revisiones estadísticas ya comentadas tuvieron sobre las tasas de avance del producto en el primer semestre de 2023 y el segundo de 2022. En cuanto a la previsión de crecimiento para 2024, esta se revisa a la baja en dos décimas debido a la confluencia de diversos factores que operan en direcciones opuestas. Por un lado, los precios más bajos de la energía en los mercados internacionales y la extensión de alguna de las medidas desplegadas por las autoridades para combatir los efectos del episodio inflacionista conllevan una menor inflación, lo que contribuye a un mayor avance de las rentas reales y, por tanto, a un mayor crecimiento del PIB en 2024 respecto a las anteriores proyecciones (véase gráfico 3). Por otro lado, como consecuencia de las revisiones estadísticas que el INE ha llevado a cabo en los últimos meses, el punto de partida del actual ejercicio de proyecciones implica niveles de PIB y de consumo en el tercer trimestre de 2023 sensiblemente mayores que los contemplados en septiembre y, asociado a ello, la existencia de un menor grado de holgura en la economía española, lo que limitaría la capacidad de expansión de la actividad

en un futuro. Además, aun teniendo en cuenta que el consumo de los hogares será el principal motor del crecimiento en 2024, la información que proporciona la *Consumer Expectations Survey* que realiza mensualmente el Banco Central Europeo apunta a un peor desempeño de este componente de la demanda en los próximos trimestres en comparación con lo contemplado en las proyecciones de septiembre. Esta moderación relativa del consumo vendría explicada, al menos en parte, por el **menor soporte que las familias esperan tener en un futuro del crédito al consumo**, en un contexto en el que en los últimos meses los hogares han percibido un cierto deterioro en su acceso a financiación externa.

Respecto al mercado laboral, el empleo moderará su dinamismo a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la evolución prevista de la actividad y con el supuesto de una cierta recuperación de la productividad. En particular, se espera una normalización en el ritmo de avance de la productividad por hora trabajada a lo largo del período 2023-2026, de forma que esta se situaría por encima de los crecimientos observados en los años más recientes, pero en línea con los registrados antes de la pandemia. Por su parte, la tasa de paro proseguirá su senda de reducción a lo largo del horizonte de proyección, si bien a un ritmo más lento que el registrado en los últimos años. A esta ralentización en la reducción de la tasa de paro contribuirán tanto la moderación en el ritmo de creación de empleo como el crecimiento previsto de la población activa, que vendrá impulsado por un elevado dinamismo de los flujos de inmigración. Como resultado de todo ello, se prevé una tasa de paro del 11,3 % en 2026, que estaría por debajo del promedio histórico observado en las últimas cuatro décadas (16,8 %), pero por encima del mínimo histórico alcanzado en 2007 (8,2 %).

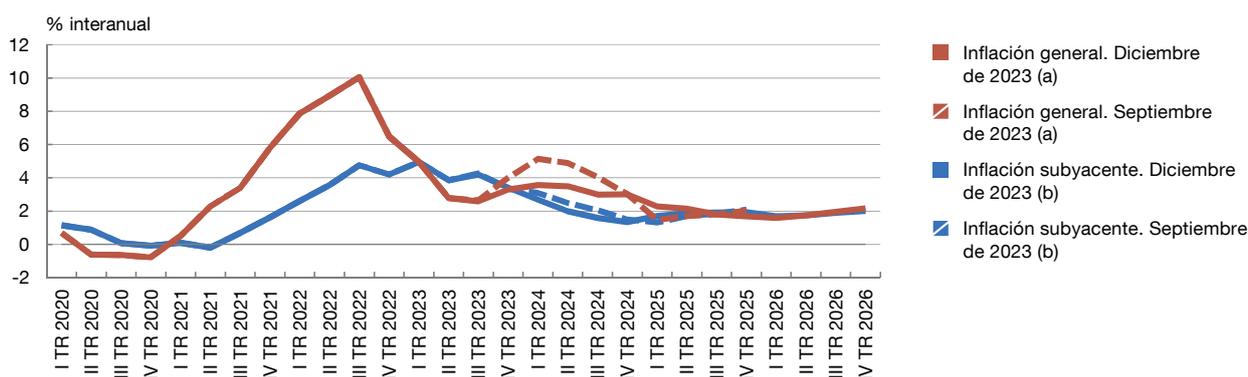
Evolución prevista para los precios y los costes

Tras el repunte que había venido registrando en los últimos meses, la inflación general descendió en noviembre. En particular, **la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en el 3,3 % en noviembre**, 2 décimas por debajo del registro de octubre, como resultado de la combinación de diversos factores. Por un lado, el repunte observado hasta principios de octubre en los precios de las materias primas energéticas se ha moderado con intensidad en las últimas semanas. Por otro lado, la inflación de los alimentos y la inflación subyacente han prolongado a lo largo de los últimos meses sus sendas descendentes, aunque se mantienen todavía en tasas elevadas.

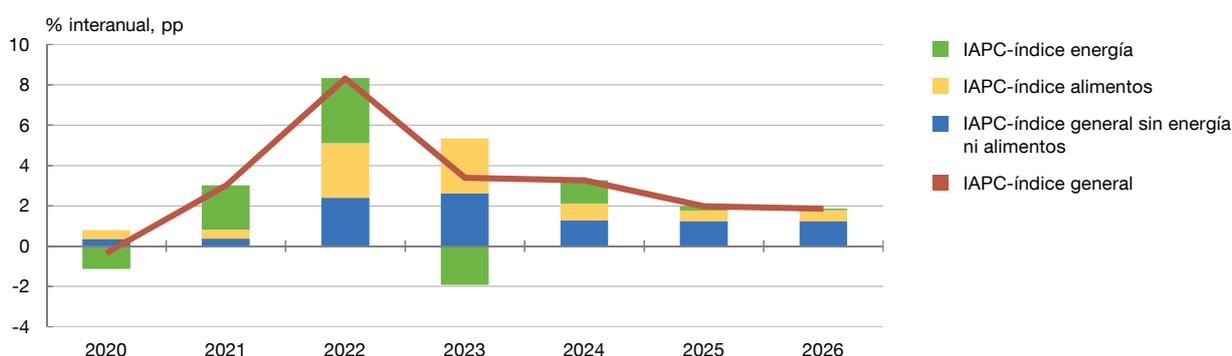
Se espera que la inflación general mantenga una senda ligeramente ascendente a comienzos de 2024 —aunque significativamente inferior a la prevista en septiembre— y que retome una senda descendente a partir de la segunda mitad del año (véase gráfico 4.a). Esta dinámica viene determinada, fundamentalmente, por la evolución prevista de los precios de la energía. Esta última, a su vez, es el resultado de dos factores principalmente. En primer lugar, de las cotizaciones de algunos insumos energéticos en los mercados de futuros, que apuntan a un leve repunte en los próximos meses, si bien, como ya se ha mencionado, los precios de la energía esperados para los próximos trimestres serían más bajos que los contemplados en septiembre. Y, en segundo lugar, del supuesto que subyace a estas proyecciones en cuanto a la

Gráfico 4

4.a Evolución de la inflación general y subyacente



4.b Contribuciones al crecimiento del IAPC por componentes



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

expiración, a finales de 2023, de las principales medidas desplegadas por las autoridades en 2021 y 2022 para mitigar los efectos del repunte inflacionista⁵. De este modo, se prevé que el ritmo de variación del IAPC energético, que en el promedio de julio-noviembre de este año se ha situado en el -16 %, se elevará hasta una tasa en torno al 15 % a mediados de 2024, tasa que, no obstante, se encuentra 10 puntos porcentuales (pp) por debajo de la prevista en septiembre.

Los precios de los alimentos proseguirán su senda de moderación a lo largo del horizonte de proyección. El principal elemento que se encuentra detrás de la ralentización prevista en las presiones inflacionistas de los alimentos es la disminución esperada de los precios de las materias primas alimentarias, así como de ciertos insumos fundamentales para su producción, como la energía y los fertilizantes, que experimentaron un notable encarecimiento durante la mayor parte del año pasado. Por otro lado, el supuesto realizado en estas proyecciones de que

5 En particular, la reducción de tipos impositivos en la factura eléctrica (del 21 % al 5 % en el caso del IVA, y del 5,1 % al 0,5 % en el del impuesto especial sobre la electricidad), la disminución del tipo del IVA sobre el gas natural del 21 % al 5 % y la suspensión del impuesto sobre el valor de la producción de energía eléctrica.

la rebaja del IVA de los alimentos se extenderá hasta junio de 2024 —de acuerdo con el anuncio público hecho por el Gobierno— contribuirá, con respecto a las previsiones de septiembre, a una moderación adicional en el ritmo de variación de los precios de los alimentos en los primeros meses de 2024. En todo caso, la intensidad de la caída proyectada en la inflación de los alimentos se podría ver atemperada en los próximos trimestres por la posible aparición de condiciones climáticas adversas que afectaran negativamente a la producción de algunos bienes agrícolas en determinadas áreas geográficas.

Se prevé que la inflación subyacente seguirá disminuyendo, de manera relativamente gradual, a lo largo de 2024, para estabilizarse en el entorno del 2% durante el resto del horizonte de proyección (véase gráfico 4.a). Entre los factores que explicarían la moderación de la inflación subyacente en los próximos trimestres, cabe destacar el impacto paulatino del endurecimiento de la política monetaria sobre la demanda, el alivio de las presiones inflacionistas originadas por la reapertura de la economía tras la pandemia y la traslación progresiva de las reducciones de los precios de la energía a los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios. Entre los componentes de la inflación subyacente, se espera que la desaceleración en los próximos trimestres sea más acusada para los bienes industriales no energéticos que para los servicios, en consonancia con la mayor demanda relativa que están experimentando estos últimos y, también, con el mayor peso que los costes laborales suponen en su estructura de costes.

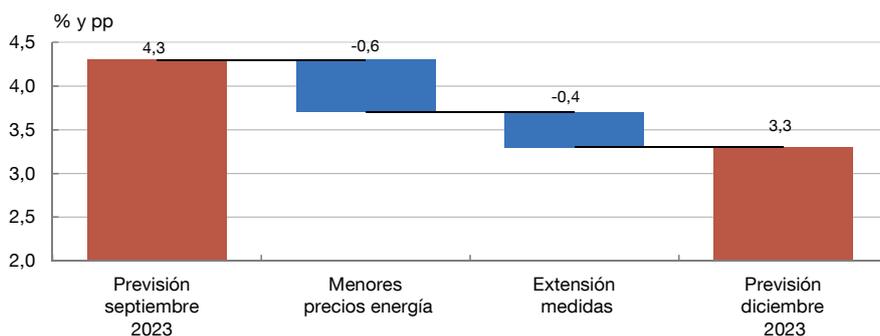
Respecto a los costes salariales y a los márgenes empresariales, las proyecciones contemplan que estos mantendrán, en los próximos años, un comportamiento relativamente contenido, según lo observado en los últimos meses. En particular, **se prevé que los salarios negociados evolucionarán en línea con el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva**, y registrarán incrementos anuales de alrededor del 3% en el período 2024-2026. En todo caso, la remuneración por asalariado mantendrá crecimientos algo superiores a los pactados en la negociación colectiva a lo largo del horizonte de proyección, fundamentalmente como consecuencia de los aumentos previstos en las cotizaciones sociales y, en menor medida, de una deriva salarial ligeramente positiva. Por su parte, **se prevé que los márgenes empresariales continuarán con la senda de moderación que comenzaron a principios de 2023** y que podrán acomodar los incrementos previstos en los costes laborales unitarios. En conjunto, en línea con los desarrollos observados hasta la fecha, se espera que no se produzcan efectos de segunda vuelta significativos vía salarios o márgenes empresariales que puedan desencadenar procesos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas.

Tomando todos estos desarrollos en consideración, la inflación general se situará en el 3,4% en el promedio de 2023 y se reducirá hasta el 3,3%, el 2% y el 1,9% en 2024, 2025 y 2026, respectivamente (véase gráfico 4.b). Por su parte, la inflación subyacente alcanzará un promedio anual del 4,1% en 2023, se reducirá hasta el 1,9% en 2024 —en un contexto de menor crecimiento económico— y se mantendrá en torno a estos registros en el bienio posterior.

En comparación con las anteriores, las proyecciones actuales incorporan una notable revisión a la baja en la inflación general de 2024 y una ligera revisión al alza en la de 2025.

Gráfico 5

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

En concreto, la tasa media de la inflación general que se espera ahora para 2024 es 1 pp menor que la prevista en septiembre. Como se ha mencionado anteriormente, esta revisión responde, fundamentalmente, a los precios más bajos de la energía que los mercados de futuros anticipan ahora para los próximos trimestres y a los efectos de asumir que la reducción del IVA de los alimentos y la subvención al transporte público se prolongarán hasta junio y diciembre de 2024, respectivamente (véase gráfico 5). Por otra parte, el hecho de que estas últimas medidas se retiren finalmente en junio y diciembre de 2024 es el principal factor que se encuentra detrás de la revisión al alza —de 2 décimas— de la inflación general prevista para 2025.

Principales riesgos en torno a estas proyecciones

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

Una eventual escalada de los conflictos bélicos que están teniendo lugar en la actualidad en la Franja de Gaza y en Ucrania constituye la principal fuente de riesgo sobre el actual ejercicio de proyecciones. Si este riesgo llegara a materializarse, probablemente ejercería un impacto negativo sobre el crecimiento económico, en la medida en que una mayor incertidumbre geopolítica conlleva un entorno más desfavorable para la toma de decisiones de gasto e inversión por parte de los agentes económicos y puede generar episodios de turbulencias en los mercados financieros. Además, la posible escalada de estos conflictos bélicos también podría dar lugar a nuevas perturbaciones de oferta negativas, que probablemente redundarían en una evolución de los precios de la energía más desfavorable que la contemplada en el escenario central de estas proyecciones, lo que presionaría a la baja el grado de dinamismo de la actividad y al alza las tasas de inflación.

Otra fuente de incertidumbre muy significativa sobre el escenario central de estas proyecciones tiene que ver con la magnitud de los efectos del endurecimiento de la política

monetaria sobre la actividad y los precios. En este sentido, el hecho de que, en los últimos meses, la actividad económica del área del euro haya mostrado una mayor debilidad de lo que se había esperado, al tiempo que las tasas de inflación se han reducido de forma ligeramente más acusada de lo anticipado, podría apuntar a una transmisión de la política monetaria a la actividad y a los precios algo más intensa que la prevista. No obstante, en un escenario tan complejo como el actual, en el que múltiples perturbaciones y políticas públicas están condicionando simultáneamente el devenir de la economía, la incertidumbre sobre el posible impacto causal que la conducción de la política monetaria estaría teniendo sobre los principales agregados macrofinancieros sigue siendo extraordinariamente elevada. Por ello, esta cuestión ha de ser objeto de un seguimiento analítico continuo a lo largo de los próximos meses.

Tampoco puede descartarse la posibilidad de que se observe un menor dinamismo en la actividad económica global, evento que podría estar vinculado con una desaceleración de la economía china más pronunciada que la contemplada en el escenario central de estas proyecciones. Tanto a escala global como a escala del área del euro, [Alonso, Santabárbara y Suárez-Varela \(2023\)](#) apuntan a que la materialización de este riesgo probablemente implicaría ligeras revisiones a la baja en el crecimiento del PIB y en el ritmo de avance de los precios.

En el ámbito nacional, existen dudas acerca de la retirada, a finales de 2023, de algunas de las medidas que las autoridades desplegaron para hacer frente a la crisis energética. Como ya se ha mencionado, las proyecciones actuales incorporan, en su escenario central, el supuesto de que se prorrogarán tanto la rebaja del IVA de los alimentos como las subvenciones al transporte público, y de que no se extenderán las medidas relacionadas con los precios de la energía, cuya expiración está prevista para diciembre de 2023. Una eventual prórroga de estas últimas medidas podría redundar, en 2024, en una mayor moderación de la inflación y en un mayor dinamismo de la actividad. No obstante, en ese hipotético escenario, a partir del momento en que estas medidas expirasen, se observarían efectos sobre la actividad y los precios de signo contrario. Además, otro riesgo relevante vinculado a una hipotética extensión de algunas de las medidas citadas anteriormente sería el que, en ausencia de actuaciones fiscales compensatorias, se derivaría de la persistencia de un déficit público estructural y una deuda pública elevados, especialmente en un contexto de mayores costes de financiación y de reactivación de las reglas fiscales europeas.

Existen, además, otros factores de riesgo de índole interna que podrían condicionar sensiblemente la evolución de la actividad y los precios. En primer lugar, en un contexto en el que las tasas de inflación continúan siendo relativamente elevadas, no puede descartarse por completo la posibilidad de que se produzcan efectos de segunda vuelta significativos vía salarios o márgenes empresariales que puedan desencadenar procesos de retroalimentación de las actuales presiones inflacionistas. En segundo lugar, subsisten dudas en cuanto al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU y a su impacto sobre la actividad. Por último, aunque algunos de los indicadores más habituales para aproximar el grado de incertidumbre que existe en torno a las políticas económicas —como el EPU— no han mostrado repuntes apreciables en los últimos meses, la [última edición de la EBAE](#) apunta a que, por segundo trimestre consecutivo, se ha producido un aumento del porcentaje de empresas

españolas —hasta el 60 %, niveles próximos a los observados durante la crisis energética, aunque inferiores a los registrados durante la pandemia de COVID-19— que señalan la incertidumbre sobre las políticas económicas como un factor que condiciona su actividad. De mantenerse, estas dinámicas podrían llegar a incidir negativamente sobre la senda de crecimiento futuro de la economía española⁶.

6 Para más detalles sobre el impacto económico de la incertidumbre en España y su medición, véase, por ejemplo, Ghirelli, Gil, Pérez y Urtasun (2021).