

<https://doi.org/10.53479/36712>

11/06/2024

## **Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Junio de 2024**

## Índice

### EDITORIAL 4

### INFORME 8

#### Contexto global

- 1 Las perspectivas para la actividad económica global se mantienen prácticamente sin cambios 8
- 2 A escala global, el proceso de desinflación ha continuado en los últimos meses, si bien a un ritmo menor que en 2023 9
- 3 Algunas economías avanzadas han reducido recientemente sus tipos de interés, aunque, con carácter general, las expectativas de los mercados en cuanto a la evolución futura de los tipos de interés se han revisado al alza en el segundo trimestre 10
- 4 Los mercados financieros internacionales han mostrado unas dinámicas eminentemente favorables 11

#### Contexto económico de la UEM

- 5 En el área del euro, la actividad económica muestra señales incipientes de una recuperación que podría consolidarse en los próximos trimestres 12
- 6 La inflación de la UEM ha seguido reduciéndose en los primeros meses de 2024 y son los servicios la partida que presenta una mayor y más persistente contribución a las presiones inflacionistas actuales 13
- 7 El BCE ha reducido los tipos de interés oficiales en 25 pb en su reunión de junio 14

#### Economía española

- 8 En España, el dinamismo de la actividad económica sorprendió al alza en el primer trimestre del año 15
- 9 Los indicadores disponibles para el segundo trimestre sugieren que la actividad seguiría mostrando un ritmo de expansión apreciable 16

- 10 La creación de empleo mantiene un considerable vigor, que sería especialmente acusado en las empresas de mayor tamaño 17
- 11 Los flujos de financiación comienzan a mostrar ligeros signos de recuperación, si bien los tipos de interés permanecen en niveles elevados 18
- 12 El ritmo de avance del consumo privado podría aumentar en los próximos trimestres 19
- 13 Se espera que la inversión productiva prolongue su recuperación en el segundo trimestre 20
- 14 La contribución del sector exterior al crecimiento del PIB, muy intensa en el primer trimestre, sería menor durante el resto del año 21
- 15 El turismo internacional ha venido mostrando un considerable dinamismo en los últimos meses, apoyado, en parte, en una mayor diversificación geográfica y temporal de las llegadas 22
- 16 Los ingresos y gastos públicos, excluidos los componentes más volátiles, mantuvieron tasas de crecimiento significativas en los primeros meses del año 23
- 17 La inflación general ha aumentado en los últimos meses por la aceleración de los precios energéticos, mientras que la inflación subyacente se ha reducido levemente 24
- 18 En el primer trimestre, el ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado se desaceleró, si bien continuó estando sensiblemente por encima de los aumentos salariales pactados en convenio 25
- 19 La evolución de los márgenes empresariales muestra una cierta tendencia a la baja, si bien perdura una marcada heterogeneidad sectorial 26

### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2024-2026) 28

## EDITORIAL

## Editorial

**En los últimos meses, a escala global, la actividad económica ha experimentado una cierta aceleración, a la vez que se ha prolongado el proceso de desinflación, si bien con una intensidad menor de lo esperado.** El ritmo de expansión de la actividad se aceleró ligeramente en los primeros meses del año —especialmente en el caso de las ramas vinculadas a los servicios— y registró un dinamismo por encima del previsto en algunas zonas geográficas, como el área del euro. Por su parte, la inflación ha proseguido su senda de desaceleración en los primeros meses de 2024, aunque con menos fuerza que en el transcurso de 2023. En parte, ello se ha debido a que, en regiones como la Unión Económica y Monetaria y Estados Unidos, la inflación de los servicios —que, de acuerdo con los patrones históricos, se caracteriza por presentar un grado de inercia mayor que el resto de los componentes de la cesta de consumo— ha venido mostrando recientemente una resistencia a la baja mayor que la anticipada. Además, en los últimos meses, los precios del petróleo y del gas en los mercados internacionales se han situado por encima de lo esperado, en un contexto en el que aún persisten considerables tensiones geopolíticas.

**De cara a los próximos trimestres, no se prevén cambios significativos en estas dinámicas macrofinancieras relativamente favorables.** En particular, el consenso de los analistas espera que, en un contexto en el que los servicios y los mercados de trabajo mundiales continúan mostrando un considerable vigor, la actividad económica mundial gane algo de tracción a lo largo del período 2024-2026. En todo caso, el ritmo de expansión del PIB global en este período sería relativamente modesto desde una perspectiva histórica como consecuencia, entre otros factores, de la elevada incertidumbre que aún caracteriza al escenario geopolítico actual y del tono eminentemente restrictivo que se anticipa para la política monetaria global durante gran parte de este horizonte temporal. Asimismo, la mayoría de los analistas proyectan que las tasas de inflación seguirán reduciéndose en los próximos trimestres, si bien este proceso sería, a la luz de las dinámicas más recientes, algo más gradual de lo que se contemplaba unos meses atrás. Así, por ejemplo, en el área del euro, el ejercicio de proyecciones del Banco Central Europeo (BCE) de junio ha revisado al alza el crecimiento del PIB proyectado para la región en 2024 (en tres décimas, hasta el 0,9 %) y también ha elevado las tasas de inflación general promedio previstas para 2024 (en dos décimas, hasta el 2,5 %) y 2025 (en dos décimas, hasta el 2,2 %).

**En este escenario, los bancos centrales de algunas economías avanzadas, en sus últimas reuniones de política monetaria, han reducido sus tipos de interés oficiales.** En particular, el BCE decidió bajar sus tipos de interés de referencia en 25 puntos básicos (pb) en su reunión del 6 de junio, tras mantenerlos inalterados desde septiembre de 2023. Los mercados anticipan que la mayoría de los bancos centrales del resto de las economías avanzadas —entre ellos, la Reserva Federal estadounidense— reducirán sus tipos de interés en los próximos meses. No obstante, desde la fecha de cierre del ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo, la trayectoria futura de los tipos de interés oficiales esperada por los mercados financieros se ha

desplazado levemente al alza, debido, principalmente, a las sorpresas —también al alza— registradas en la evolución reciente de la inflación.

**En España, la actividad económica registró un elevado dinamismo en el primer trimestre del año —por encima de lo esperado—, y los indicadores disponibles para el segundo trimestre sugieren que el PIB seguiría mostrando un ritmo de expansión apreciable.** La economía española registró en los primeros tres meses del año un ritmo de crecimiento intertrimestral del 0,7 % —frente al 0,4 % previsto por el Banco de España en marzo—, de acuerdo con el avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicado por el Instituto Nacional de Estadística. A la luz de la información desagregada de la CNTR, la sorpresa positiva en la actividad se debió, fundamentalmente, al dinamismo de las exportaciones de servicios turísticos, en un contexto de notable afluencia de turistas, cambios en los patrones estacionales de las llegadas, mayor diversificación de destinos y gasto medio por turista más elevado. Por su parte, los indicadores coyunturales más recientes sugieren que el avance del PIB mantendría un ritmo apreciable en el segundo trimestre del año, de modo que la tasa de crecimiento intertrimestral podría situarse en el 0,5 %.

**En comparación con las proyecciones de marzo, el crecimiento del PIB en 2024 se revisa al alza en 0,4 puntos porcentuales (pp), hasta el 2,3 %, y se mantiene sin cambios en 2025 (1,9 %) y en 2026 (1,7 %).** El principal factor que explica la revisión de la tasa media de avance del producto este año es el efecto arrastre positivo resultante de los nuevos datos recogidos en el avance de la CNTR, tanto de la revisión al alza de las tasas de crecimiento de los últimos trimestres de 2023 como del crecimiento por encima de lo esperado en el primer trimestre del año. En este sentido, las tasas de crecimiento del PIB que se proyectan para los próximos trimestres no son muy diferentes de las que se contemplaron en marzo, y se prevé que estas converjan paulatinamente hacia aquellas acordes con la capacidad de crecimiento potencial de la economía española. Por otro lado, se espera que el proceso de moderación de la inflación siga avanzando gradualmente en los próximos trimestres, si bien, en comparación con el ejercicio de proyecciones de marzo, la tasa de inflación general en 2024 se revisa al alza en 0,3 pp —hasta el 3 %— y en 0,1 pp en 2025 y en 2026 —hasta el 2 % y el 1,8 %, respectivamente—. La revisión al alza en 2024 se debe a las mayores contribuciones previstas del componente energético y de la inflación subyacente, mientras que las de 2025 y 2026 se explican, sobre todo, por una senda de desaceleración de la inflación de los servicios ligeramente menos acusada que la contemplada en el ejercicio de marzo —en un contexto en el que la inflación de los servicios apenas se ha reducido en dos décimas desde comienzos de año—.

**Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad, mientras que, en el caso de las previsiones de inflación, estos se consideran sesgados al alza en los próximos trimestres y equilibrados en 2025 y 2026.** En el ámbito externo, las principales fuentes de incertidumbre siguen estando centradas en la evolución futura de los actuales focos de tensión geopolítica mundial, del crecimiento económico global, del sector inmobiliario chino y de los mercados financieros internacionales —con algunos índices bursátiles cerca de máximos históricos y con primas de riesgo relativamente reducidas—. En el ámbito nacional, cabe resaltar la incertidumbre que existe

en relación con el grado de persistencia del considerable dinamismo que los servicios, especialmente los turísticos, han mantenido en España en los últimos trimestres. También destacan los riesgos asociados a la reactivación de las reglas fiscales a escala europea. En particular, el cumplimiento de dichas reglas requerirá, en nuestro país, del diseño y la ejecución de un plan de consolidación fiscal a medio plazo que permita una corrección del déficit público estructural más acusada que la contemplada en estas proyecciones.

Esquema 1

	2024	2025	2026
PIB	<b>2,3 %</b> ↑ 0,4 pp	<b>1,9 %</b> =	<b>1,7 %</b> =
Inflación	<b>3,0 %</b> ↑ 0,3 pp	<b>2,0 %</b> ↑ 0,1 pp	<b>1,8 %</b> ↑ 0,1 pp

FUENTE: Banco de España.

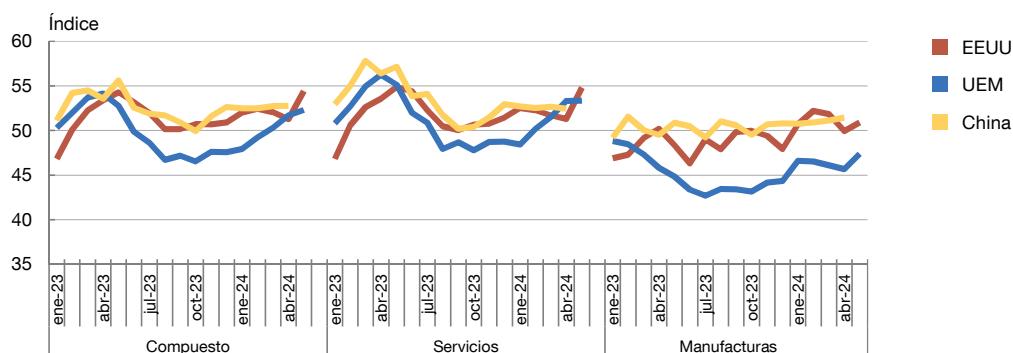
## INFORME

## 1 Las perspectivas para la actividad económica global se mantienen prácticamente sin cambios

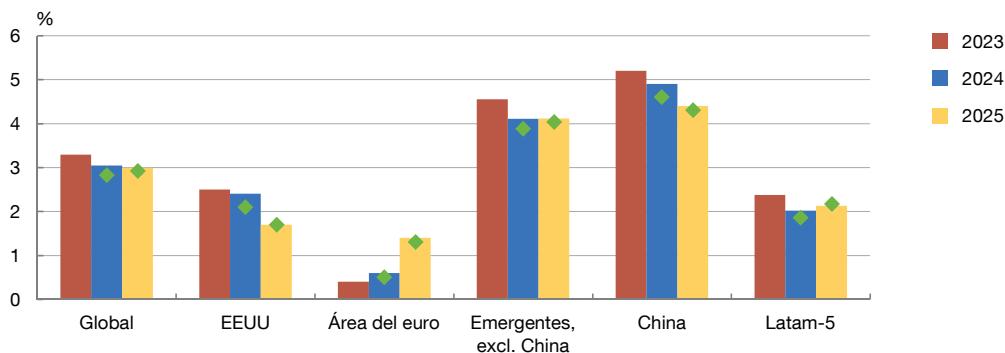
- El PIB mundial creció un 0,8% en el primer trimestre de 2024, algo por encima de lo esperado. Entre las economías avanzadas, su crecimiento sorprendió al alza en el **área del euro** (0,3%) y en el Reino Unido (0,6%), mientras que fue menor de lo anticipado por el consenso de los analistas en Estados Unidos (0,4%) y en Japón (-0,5%). Entre las economías emergentes, destacó el crecimiento del PIB en China, del 1,6%, 0,6 puntos porcentuales (pp) mayor que el observado a finales de 2023.
- En términos generales, esta evolución favorable de la actividad económica global descansó principalmente en el dinamismo del consumo, tanto privado como público, en un contexto en el que prosiguió el buen comportamiento de los mercados de trabajo. Por el lado de la oferta, el vigor de la actividad siguió basándose primordialmente en los servicios (véase gráfico 1.a).
- Como resultado de todo ello, y de los indicadores más recientes, en los últimos meses el consenso de los analistas ha revisado ligeramente al alza las perspectivas para el crecimiento global de 2024, hasta alrededor del 3%, un avance aún modesto en términos históricos (véase gráfico 1.b).

Gráfico 1

## 1.a Evolución de los PMI



## 1.b Previsiones de crecimiento de Consensus (a)



FUENTES: S&P Global y Consensus Economics.

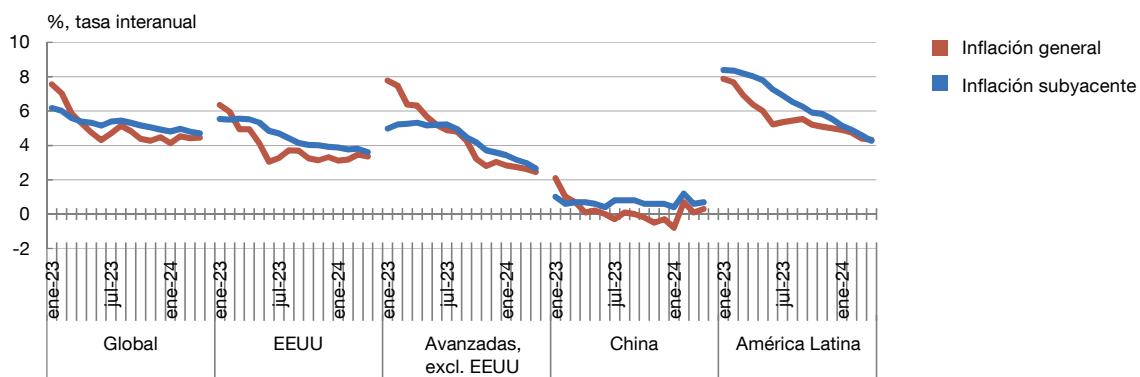
- a Se comparan las previsiones de mayo de 2024, en barras, con las previsiones de febrero, reflejadas con un rombo. Se incluyen en «Emergentes, excl. China»: India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; en «Latam-5»: México, Colombia, Perú, Chile y Brasil; por último, en «Global» se incluyen los anteriores países más Estados Unidos, China y «Área del euro».

## 2 A escala global, el proceso de desinflación ha continuado en los últimos meses, si bien a un ritmo menor que en 2023

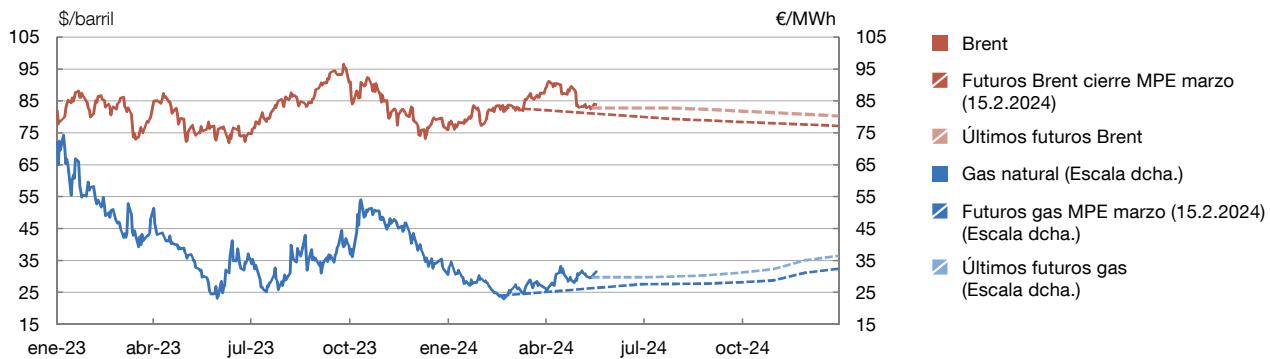
- Entre los factores que han contribuido a la reciente moderación del ritmo de descenso de las presiones inflacionistas a escala global (véase gráfico 2.a), cabe destacar dos. Por un lado, en un contexto en el que persisten elevadas tensiones geopolíticas que afectan de forma particularmente intensa a ciertas zonas geográficas clave para la oferta de materias primas energéticas, los precios del petróleo y del gas natural han sido, en los últimos meses, más altos de lo anticipado hace tres meses, lo que ha presionado al alza la inflación energética (véase gráfico 2.b).
- Por otro lado, en cuanto al componente subyacente de los precios, si bien la inflación de los bienes industriales no energéticos ha seguido reduciéndose recientemente, esta dinámica se ha visto contrarrestada por la persistencia que ha mostrado la inflación de los servicios. Así, por ejemplo, en Estados Unidos y en el área del euro, la inflación de los servicios se ha mantenido, desde principios de año, en niveles medios históricamente elevados (en torno al 5 % y al 4 %, respectivamente). Ello se habría debido, en parte, al considerable dinamismo que aún presentan los salarios, en un escenario en el que los mercados de trabajo a escala internacional siguen evidenciando señales claras de tensionamiento.

Gráfico 2

## 2.a Evolución de la inflación



## 2.b Precios y futuros gas y petróleo

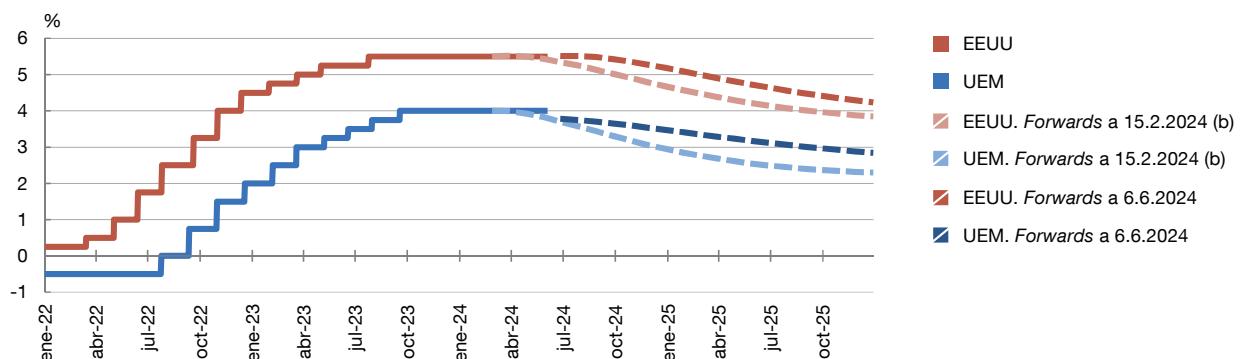


FUENTES: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

### 3 Algunas economías avanzadas han reducido recientemente sus tipos de interés, aunque, con carácter general, las expectativas de los mercados en cuanto a la evolución futura de los tipos de interés se han revisado al alza en el segundo trimestre

- En sus últimas reuniones de política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales de Canadá, Suiza y Suecia redujeron sus tipos de interés oficiales, un proceso que un gran número de economías emergentes ya habían iniciado en la segunda mitad de 2023.
- Los mercados anticipan que el resto de las principales economías avanzadas —con la excepción de Japón— iniciarán este mismo proceso en los próximos meses. Así, por ejemplo, en la fecha de cierre de este informe, los mercados asignan una probabilidad de aproximadamente el 80 % a que la Reserva Federal estadounidense sitúe sus tipos de interés oficiales en al menos 25 puntos básicos (pb) por debajo de su nivel actual en su reunión de noviembre.
- En todo caso, en economías como Estados Unidos y el área del euro, los mercados esperan que, de cara a los próximos meses, los tipos de interés —aun reduciéndose— se sitúen en niveles más elevados que los que se anticipaban a mediados del primer trimestre (véase gráfico 3.a). Esta revisión al alza refleja, en buena medida, la percepción, por parte de los mercados, de que las presiones inflacionistas puedan ser algo más persistentes de lo contemplado unos meses atrás, en un contexto en el que la actividad, el empleo y los salarios siguen manteniendo un considerable vigor.

Gráfico 3

3.a Tipos de interés oficiales observados y *forwards* (a)

FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

a Forwards instantáneos estimados con los datos de mercado de los OIS a distintos plazos utilizando el modelo paramétrico de Svensson [Lars E. O. Svensson (1994). "Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994". IMF Working Papers, 94/114. International Monetary Fund] y añadiéndole el diferencial entre el tipo oficial y el tipo de interés a un día en la fecha de estimación.

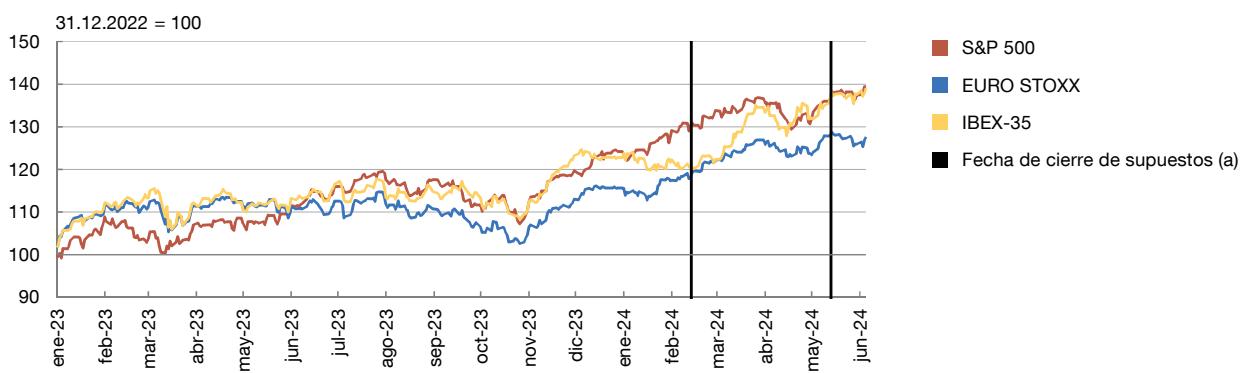
b El 15 de febrero es la fecha de cierre de datos del ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo de 2024.

#### 4 Los mercados financieros internacionales han mostrado unas dinámicas eminentemente favorables

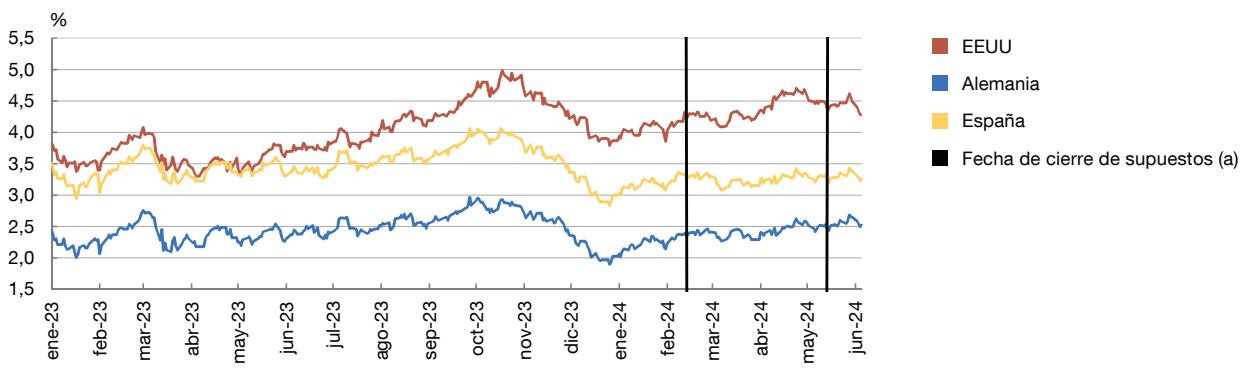
- A pesar de la persistencia de diversas fuentes de incertidumbre de naturaleza geopolítica —por ejemplo, relacionadas con los conflictos bélicos de Ucrania y la Franja de Gaza y con las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China—, los principales mercados bursátiles mundiales han prolongado, a lo largo del segundo trimestre, un tono alcista —en un nivel de máximos históricos—, apoyados en la evolución favorable de la actividad económica y de los resultados empresariales (véase gráfico 4.a).
- En los mercados de deuda soberana, los tipos de interés a largo plazo han aumentado ligeramente durante el trimestre (véase gráfico 4.b), fundamentalmente como consecuencia de la revisión al alza en la senda esperada de los tipos de interés oficiales. En todo caso, las primas de riesgo de crédito en estos mercados apenas han variado y se mantienen en niveles reducidos.
- En cuanto a los mercados cambiarios, el euro se ha apreciado en términos efectivos nominales y frente al dólar estadounidense desde finales de marzo. En este último caso, la apreciación del euro sería compatible con los mejores datos macroeconómicos y el incremento algo superior de los tipos a largo plazo en el área del euro, así como con una menor percepción del riesgo global por parte de los inversores.

Gráfico 4

## 4.a Evolución de las bolsas



## 4.b Tipos de interés de la deuda soberana a diez años



FUENTE: Refinitiv Datastream.

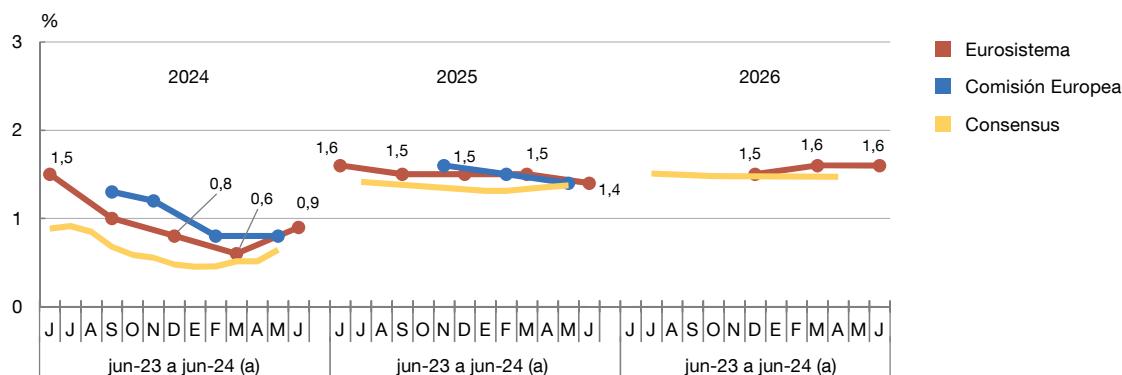
a) El 15 de febrero y el 15 de mayo son las fechas de cierre de supuestos en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo de 2024 y de junio de 2024, respectivamente.

## 5 En el área del euro, la actividad económica muestra señales incipientes de una recuperación que podría consolidarse en los próximos trimestres

- Según la estimación de Eurostat, el PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM) avanzó un 0,3 % en el primer trimestre de 2024, frente a la ligera caída del 0,1 % del trimestre precedente. La tasa registrada superó en dos décimas el crecimiento esperado por el **ejercicio de proyecciones del BCE de marzo** e implicó sorpresas positivas apreciables en las cuatro grandes economías de la región.
- Los indicadores coyunturales más recientes, especialmente los relativos al sector de servicios, apuntarían a que este renovado dinamismo de la actividad se estaría prolongando también en el segundo trimestre, de forma que la actividad económica del área del euro podría estar dejando atrás la atonía que ha venido manteniendo desde finales de 2022.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones de junio del Eurosistema ha revisado al alza el crecimiento del PIB de la UEM en 2024, hasta el 0,9 %, tres décimas por encima de la previsión de marzo (véase gráfico 5.a). Esta revisión reflejaría, fundamentalmente, un mayor vigor de las exportaciones y, en menor medida, del consumo privado. En todo caso, la elevada incertidumbre que aún persiste seguiría lastrando la confianza de los agentes, dificultando una recuperación más intensa del consumo —pese a la paulatina recuperación de la renta real y al dinamismo del empleo— y, especialmente, de la inversión privada.
- Para 2025 y 2026, el crecimiento previsto del PIB en el nuevo ejercicio de proyecciones se situaría en el 1,4 % y el 1,6 %, respectivamente, prácticamente las mismas tasas de avance que se contemplaron en el ejercicio de marzo.

Gráfico 5

5.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: Comisión Europea, Consensus Economics, Eurosistema y Eurostat.

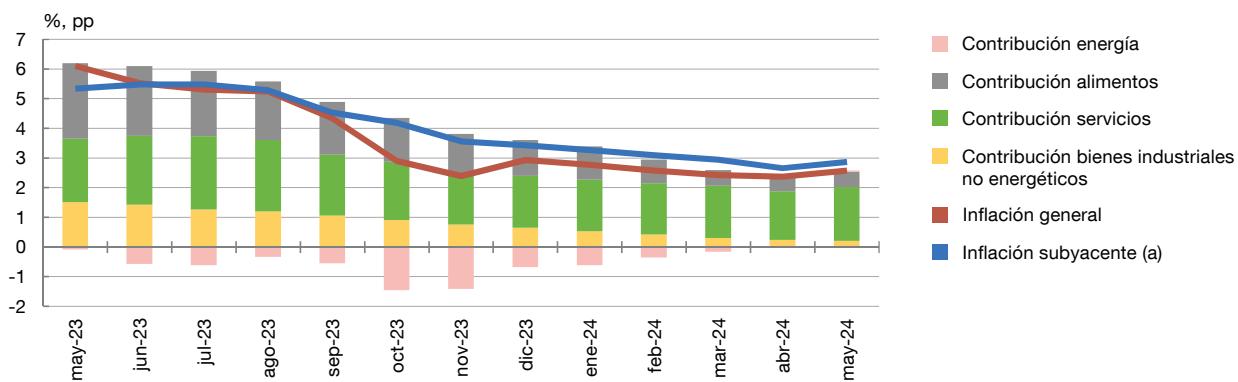
a Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

## 6 La inflación de la UEM ha seguido reduciéndose en los primeros meses de 2024 y son los servicios la partida que presenta una mayor y más persistente contribución a las presiones inflacionistas actuales

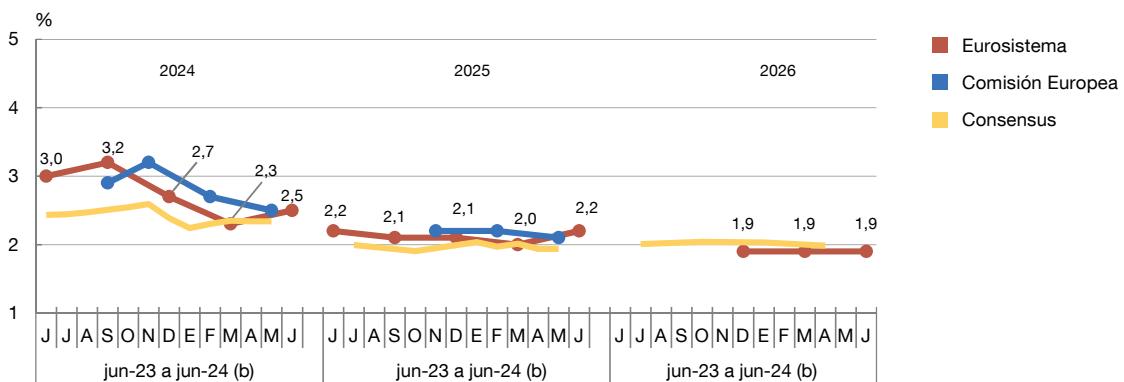
- En mayo, la tasa de inflación general en la UEM (según el indicador adelantado) se situó en el 2,6 %, mientras que la inflación subyacente alcanzó el 2,9 % (véase gráfico 6.a).
- En los últimos meses, la moderación de la inflación se ha visto favorecida por la menor presión ejercida por los precios de los alimentos, así como por la desaceleración, más tenue, de los precios de los bienes industriales no energéticos. En sentido contrario, el repunte reciente de los precios de la energía estaría mermando la contribución de este componente al proceso desinflacionario. Asimismo, en relación con el resto de las partidas, la inflación de los servicios estaría mostrando una mayor resistencia a la baja, que también sería algo más acusada que la prevista unos meses atrás.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones del Eurosystema de junio incorpora, con respecto al de marzo, una ligera revisión al alza, de dos décimas, de la tasa de inflación general prevista para 2024 y 2025, hasta el 2,5 % y el 2,2 %, respectivamente. Estas revisiones reflejarían, fundamentalmente, cambios al alza en la evolución de los precios de la energía y una mayor persistencia de la inflación subyacente. Para 2026, la inflación esperada se mantiene inalterada en el 1,9 % (véase gráfico 6.b).

Gráfico 6

## 6.a Inflación en el área del euro y contribución de los componentes



## 6.b UEM. Previsiones de inflación



FUENTES: Comisión Europea, Consensus Economics, Eurosystem y Eurostat.

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

b Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

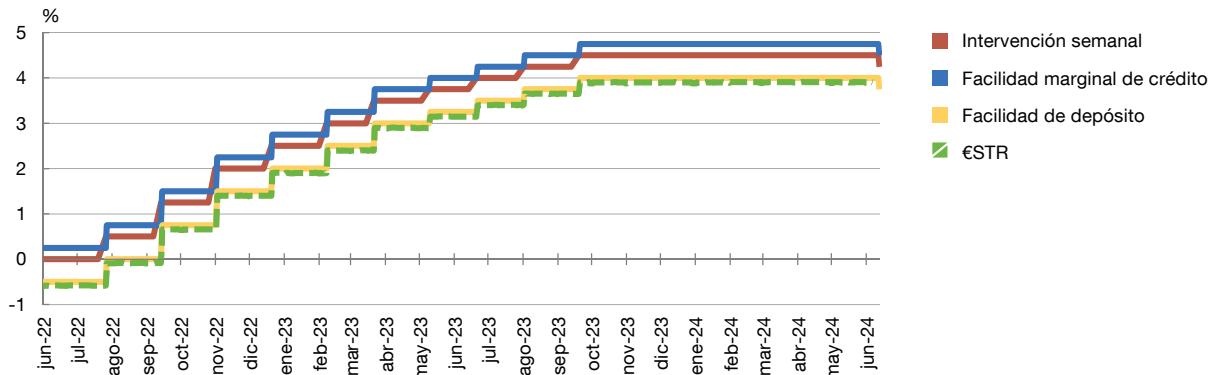


## 7 El BCE ha reducido los tipos de interés oficiales en 25 pb en su reunión de junio

- Tras nueve meses en los que los tipos de interés se habían mantenido inalterados, el Consejo de Gobierno (CG) del BCE ha considerado apropiado moderar el grado de restricción de la política monetaria, sobre la base de unas perspectivas de inflación que han mejorado notablemente desde la reunión de septiembre de 2023, una inflación subyacente que también se ha moderado y una política monetaria que continúa transmitiéndose a las condiciones de financiación, que se mantienen restrictivas.
- Así, el CG del BCE ha decidido reducir los tipos de interés oficiales en 25 pb en su reunión de junio, situando el tipo de la facilidad de depósito en el 3,75 % (véase gráfico 7.a).
- De cara al futuro, el CG mantendrá su enfoque dependiente de los datos, tomando las decisiones relativas a los tipos de interés en cada reunión, sin comprometerse de antemano a una senda de tipos de interés concreta.
- Por otro lado, el CG también ha confirmado que la cartera de valores adquiridos bajo el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia se reducirá, en promedio, en 7,5 mm de euros mensuales en el segundo semestre del año, siguiendo, en líneas generales, las modalidades de reducción aplicadas al Programa de Compras de Activos.

Gráfico 7

7.a Tipos de interés oficiales del BCE y €STR



**FUENTES:** Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 6 de junio de 2024.

NOTA: La última decisión de reducción de los tipos de interés oficiales del BCE, anunciada el 6 de junio de 2024, tiene efectos a partir del 12 de junio.

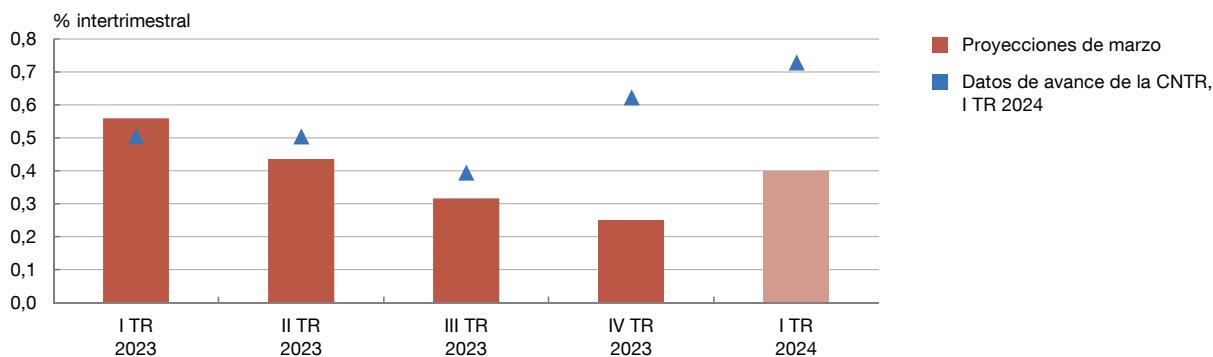


## 8 En España, el dinamismo de la actividad económica sorprendió al alza en el primer trimestre del año

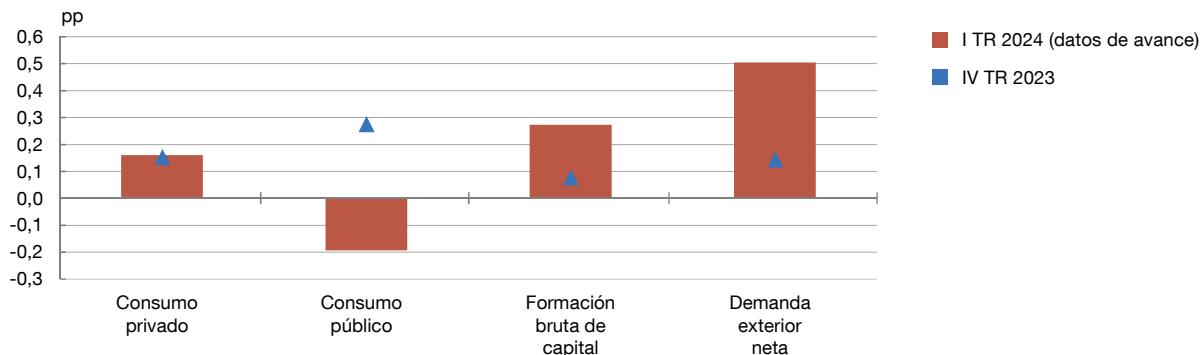
- De acuerdo con los datos de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), el crecimiento del PIB se aceleró en el primer trimestre de 2024 hasta el 0,7 %, 0,3 pp por encima de la tasa prevista en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo](#) (véase gráfico 8.a).
- Este crecimiento descansó en la fortaleza de la demanda exterior neta (véase gráfico 8.b), que presentó sorpresas positivas relacionadas con el avance de las exportaciones (del 2,4 %), especialmente de las de servicios de turismo (del 19 %).
- Entre los componentes de la demanda nacional, la formación bruta de capital repuntó un 1,3 % —por encima del avance observado en el trimestre precedente (del 0,6 %) y de lo previsto en el ejercicio de proyecciones de marzo (+0,9 %)—, mientras que el consumo privado siguió mostrando una cierta debilidad —incrementándose un 0,3 %, como en el último trimestre de 2023— y el consumo público se contrajo —tras el notable dinamismo que había mostrado en la segunda mitad del año pasado—.
- Desde la óptica de la oferta, destacó la aceleración registrada en las ramas de servicios de mercado y construcción, mientras que en las ramas de agricultura e industria se registró un dinamismo menor que en el trimestre precedente y se observó un descenso de la actividad en los servicios de no mercado.

Gráfico 8

## 8.a Evolución del PIB en España



## 8.b Contribuciones al crecimiento del PIB en España



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

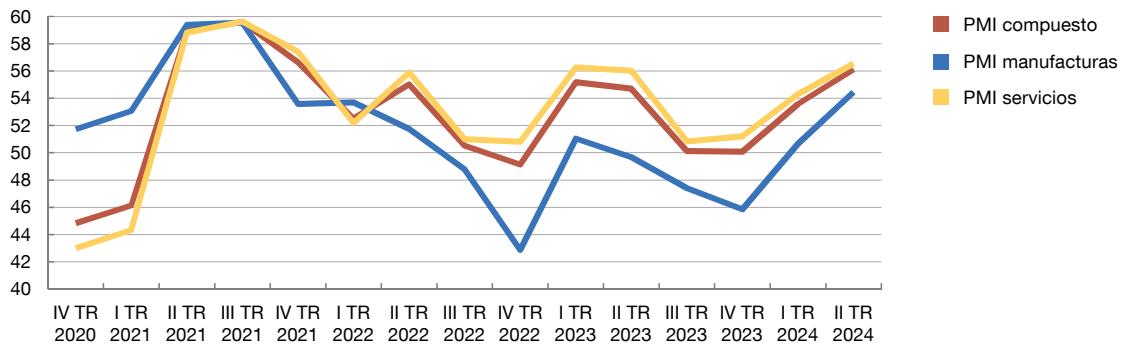


## 9 Los indicadores disponibles para el segundo trimestre sugieren que la actividad seguiría mostrando un ritmo de expansión apreciable

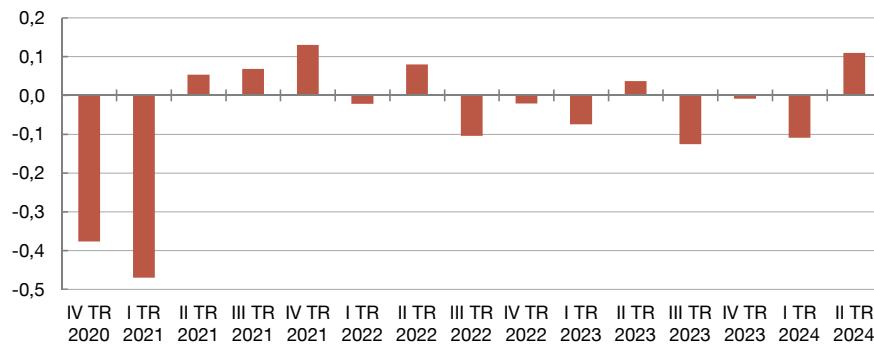
- El análisis conjunto de los distintos indicadores —entre otros, de **empleo**, de **consumo** y de confianza— que ofrecen información parcial, y aún incompleta, sobre el comportamiento de la actividad en el segundo trimestre del año apunta a que el ritmo de avance del PIB en este período se habría mantenido elevado, en torno al 0,5 % intertrimestral, si bien la incertidumbre acerca de dicha estimación es significativa<sup>1</sup>.
- Entre los indicadores que son coherentes con un elevado dinamismo de la actividad en el segundo trimestre destacan los de confianza. En particular, los indicadores PMI han aumentado de manera continuada en la economía española durante los últimos meses, tanto en lo que se refiere a los servicios como a las manufacturas —en el caso de estas últimas, hasta situarse en terreno expansivo— (véase gráfico 9.a).
- Los resultados de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) apuntan también en esta dirección<sup>2</sup> y sugieren que la facturación de las empresas españolas se habría incrementado de forma notable entre marzo y junio (véase gráfico 9.b).

Gráfico 9

## 9.a Evolución de los PMI (a)



## 9.b Evolución trimestral de la facturación de la EBAE (b)



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

a) El dato del PMI del segundo trimestre de 2024 es el promedio de los meses de abril y mayo.

b) Las respuestas cualitativas de la EBAE se traducen a una escala numérica según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2.



1 Para más detalles, véanse las **Proyecciones** de este Informe.

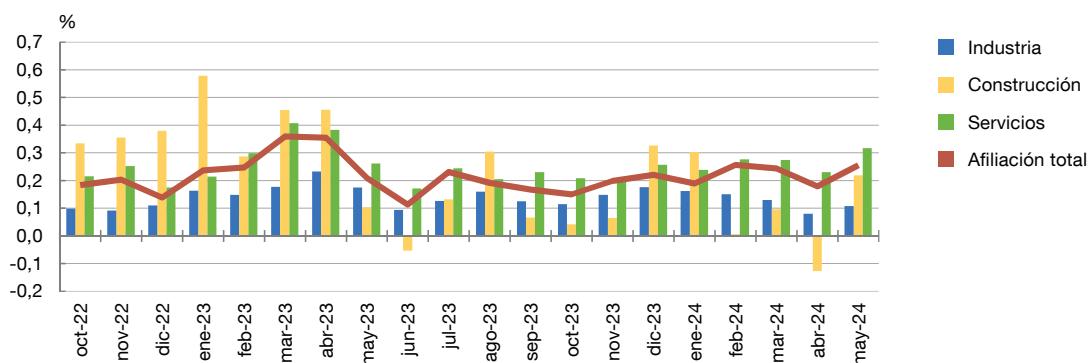
2 Véase *Fernández e Izquierdo (2024)*.

## 10 La creación de empleo mantiene un considerable vigor, que sería especialmente acusado en las empresas de mayor tamaño

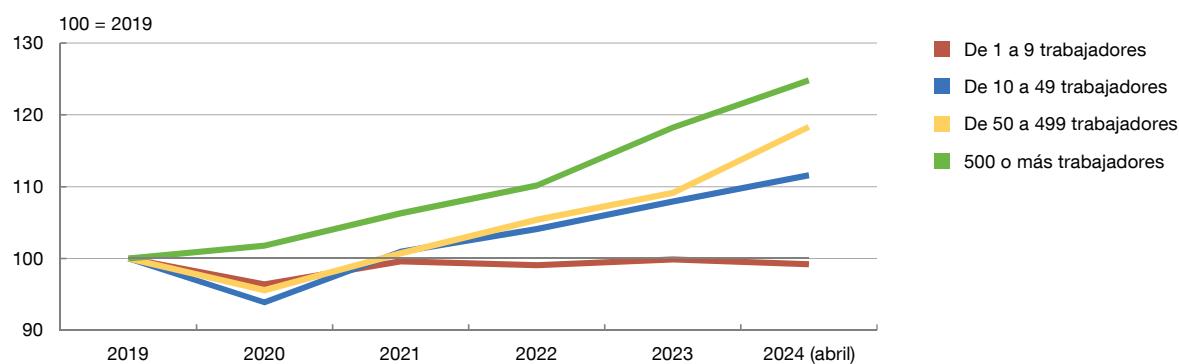
- En abril y mayo, la afiliación a la Seguridad Social creció un 0,2 % y un 0,3 %, respectivamente, en tasa mensual desestacionalizada, ritmos de avance similares a los que se observaron en el primer trimestre del año (véase gráfico 10.a). Por ramas de actividad, en estos dos últimos meses destacó el dinamismo de la ocupación en las ramas de servicios, especialmente en transporte, hostelería y en las actividades profesionales, científicas y técnicas.
- De acuerdo con la estadística de empresas inscritas en la Seguridad Social, en los últimos meses la creación de empleo ha seguido estando impulsada por las empresas de mayor tamaño (véase gráfico 10.b). En particular, el porcentaje del total de afiliación de la economía española que agrutan las empresas de 500 o más empleados ha pasado de un 33,2 % a finales de 2019 a un 35,7 % a finales de 2023 y a un 36,1 % en abril de este año. En cambio, en el mismo período, el peso que en el empleo total mantienen las microempresas (de 1 a 9 trabajadores) ha descendido del 21,6 % al 18,7 %.

Gráfico 10

10.a Afiliación total, de la industria, de la construcción y de los servicios (a)



10.b Evolución de los afiliados a la Seguridad Social por tamaño de empresa (b)



FUENTES: Banco de España y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a. Tasas mensuales desestacionalizadas.

b. Estadística de empresas inscritas en la Seguridad Social.

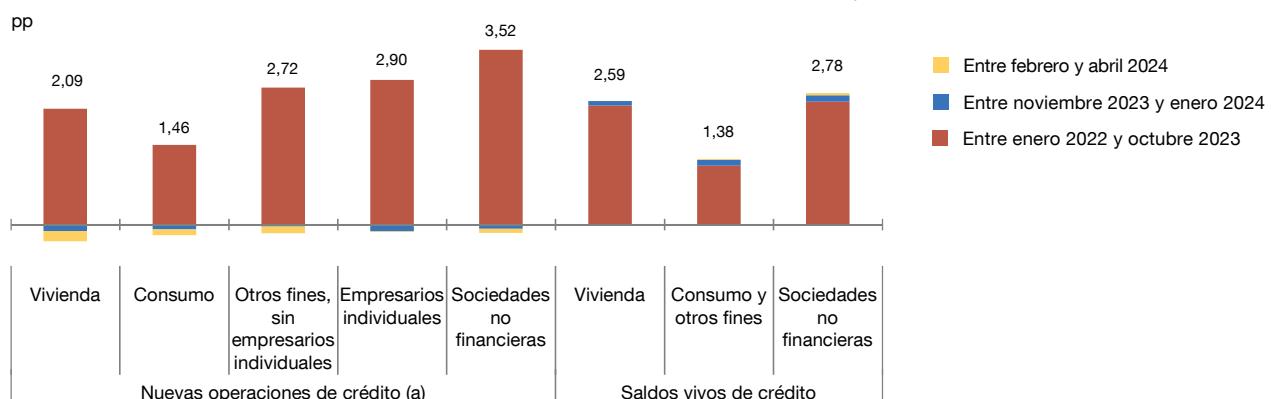


## 11 Los flujos de financiación comienzan a mostrar ligeros signos de recuperación, si bien los tipos de interés permanecen en niveles elevados

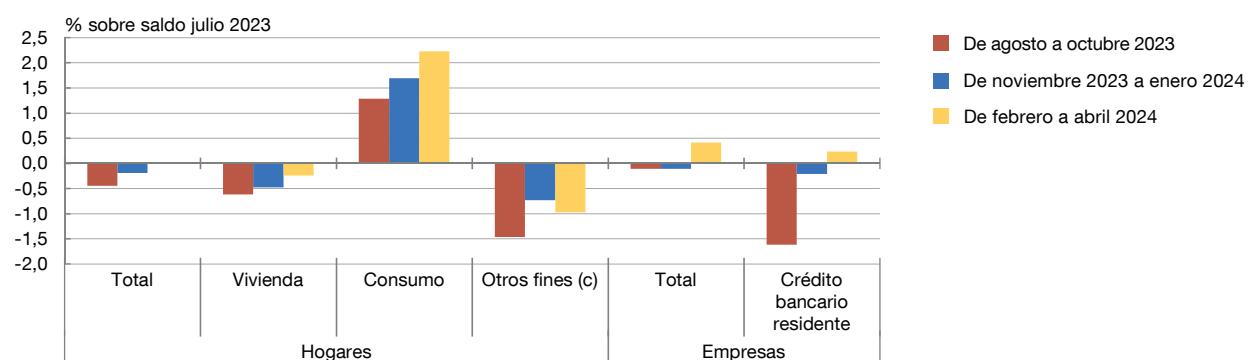
- Los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito mantuvieron, hasta abril, la senda de ligera reducción que iniciaron a finales de 2023, mientras que los correspondientes a los saldos vivos permanecieron estables (véase gráfico 11.a).
- Según la **Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB)**, en el primer trimestre del año los criterios de concesión se endurecieron ligeramente en los préstamos a hogares para consumo y otros fines, aunque a un ritmo menor que en el trimestre previo, y se mantuvieron estables en los otros segmentos. Por su parte, la demanda de crédito se contrajo ligeramente, salvo en los préstamos para consumo y otros fines, donde se mantuvo estable. De cara al segundo trimestre, las entidades esperan que continúe el proceso gradual de estabilización/mejora tanto de la oferta como de la demanda de crédito.
- En este contexto, en los últimos meses (hasta abril) se ha reducido el ritmo de contracción del crédito a hogares para adquisición de vivienda, se ha mantenido la dinámica expansiva del crédito al consumo y ha comenzado a registrar ligeros incrementos la financiación a empresas (véase gráfico 11.b).

Gráfico 11

## 11.a Variación en el coste del crédito desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la política monetaria



## 11.b Financiación a hogares y empresas: flujos netos acumulados de tres meses (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Los tipos de interés bancario son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones, y están ajustados por componente estacional e irregular.
- b Datos desestacionalizados e incluye titulizaciones. El total incorpora financiación del resto del mundo y valores de renta fija.
- c Incluye préstamos a empresarios individuales.

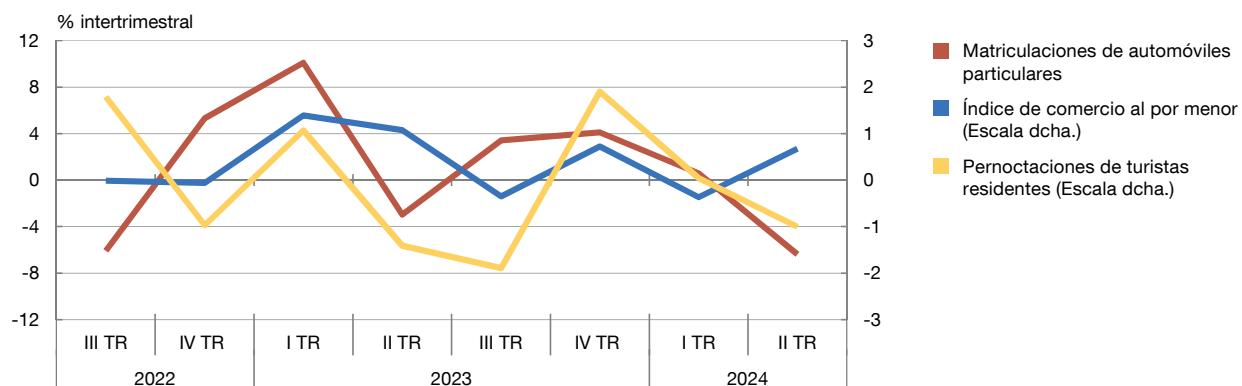


## 12 El ritmo de avance del consumo privado podría aumentar en los próximos trimestres

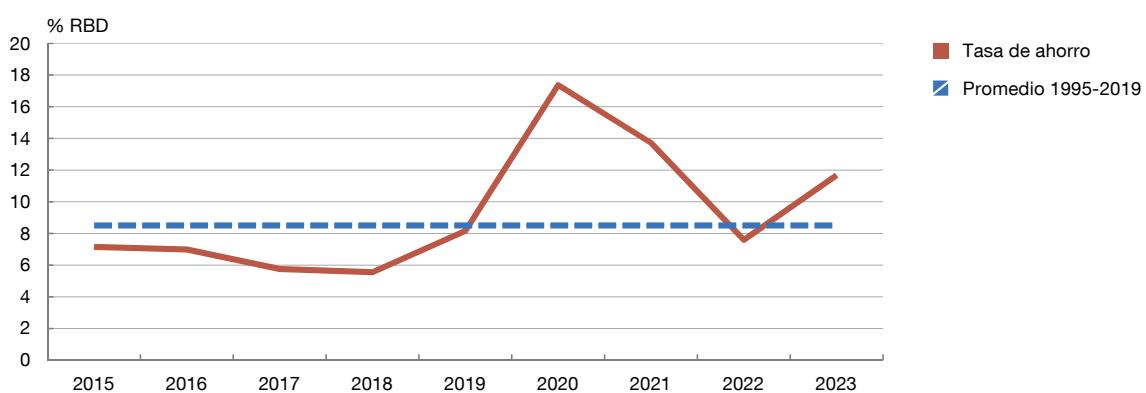
- El consumo privado ha mostrado una cierta atonía en los dos últimos trimestres, el cuarto de 2023 y el primero de 2024, con crecimientos intertrimestrales del 0,3%. La relativa debilidad de este componente de la demanda también es evidente desde una perspectiva temporal más amplia. Así, mientras que el nivel del PIB ya se encuentra 3,7 pp por encima del registrado a finales de 2019, el consumo privado solo supera dicha referencia en 0,3 pp.
- La información disponible para el segundo trimestre, aún incompleta, ofrece señales mixtas acerca de la evolución más reciente del consumo (véase gráfico 12.a). No obstante, en este y en los próximos trimestres se proyecta que el consumo de los hogares gane algo de tracción en un contexto en el que, en línea con las dinámicas más recientes, se espera que continúe el buen comportamiento del empleo, se reduzcan las presiones inflacionistas, se prolongue la recuperación de la confianza de los consumidores y se mantenga la mejora gradual de las condiciones de financiación.
- Este mayor dinamismo esperado del consumo también se apoyaría en una cierta corrección a la baja de la tasa de ahorro, que se encuentra en niveles elevados desde una perspectiva histórica (véase gráfico 12.b).

Gráfico 12

12.a Evolución de los indicadores habituales de gasto (a)



12.b Tasa de ahorro de los hogares



FUENTES: Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC) e Instituto Nacional de Estadística.

a La tasa del segundo trimestre de 2024 se ha calculado con los datos de abril para el índice de comercio al por menor y las pernoctaciones y con datos del período abril-mayo para las matriculaciones de automóviles particulares.

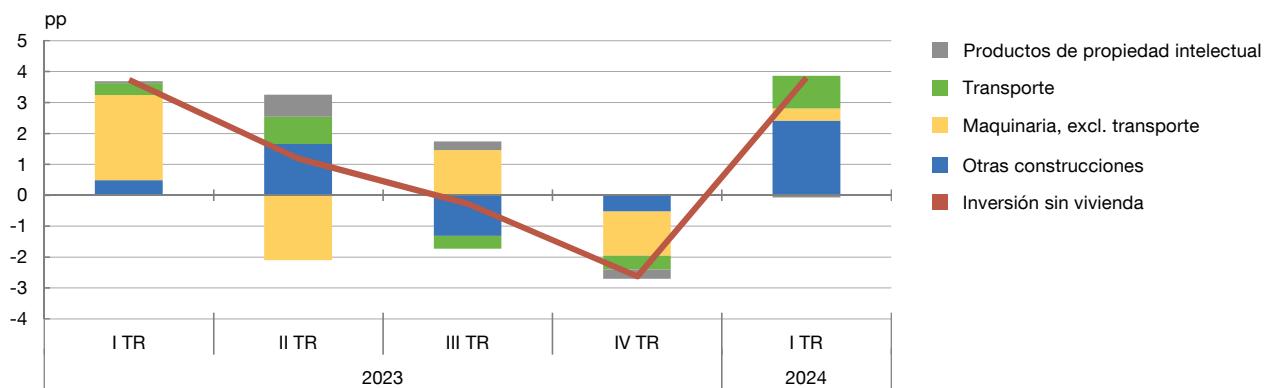


### 13 Se espera que la inversión productiva prolongue su recuperación en el segundo trimestre

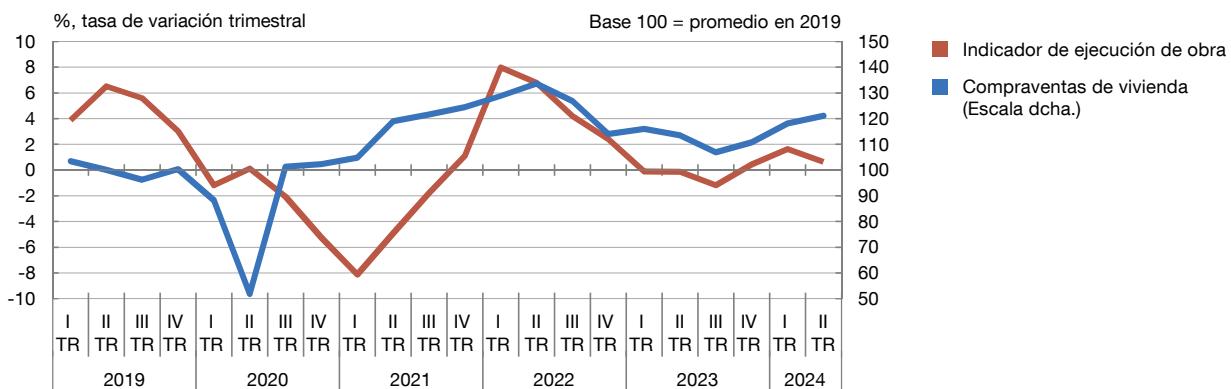
- Tras los descensos registrados en la segunda mitad del año pasado, la inversión productiva repuntó en el primer trimestre de 2024 impulsada por la inversión en otras construcciones y, en menor medida, en equipo de transporte (véase gráfico 13.a). No obstante, a pesar de este repunte, la inversión productiva en España permanece 0,2 pp por debajo de su nivel prepandemia, con un peso en el PIB del 13,6 % (0,6 pp menos que en 2019).
- En un contexto de elevada volatilidad, en el que los costes de financiación y los niveles de incertidumbre siguen siendo elevados, los indicadores cualitativos disponibles —entre otros, el índice de gestores de compras (PMI) de bienes de equipo y la evolución trimestral de la inversión según la EBAE— apuntarían a que la senda de recuperación de la inversión productiva podría continuar en el segundo trimestre del año.
- Por otra parte, tras el descenso observado en el primer trimestre, se espera que la inversión en vivienda repunte ligeramente en los próximos trimestres, a tenor del comportamiento reciente del indicador de ejecución de obra y de las compraventas de vivienda (véase gráfico 13.b). En todo caso, se mantienen las presiones alcistas sobre el precio de la vivienda, que mostró un avance del 6,3 % interanual en el primer trimestre.

Gráfico 13

13.a Contribuciones al crecimiento intertrimestral de la inversión sin vivienda



13.b Principales indicadores de la inversión en vivienda (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Centro de Información Estadística del Notariado y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

- a Para el indicador de ejecución de obra se asume un calendario de ejecución de tres meses desde que se emite el visado hasta el inicio de la obra y de dieciocho meses para la ejecución. Serie desestacionalizada para las compraventas de vivienda. Para esta serie, el segundo trimestre de 2024 se representa mediante el promedio de los últimos tres meses con información disponible (febrero, marzo y abril).

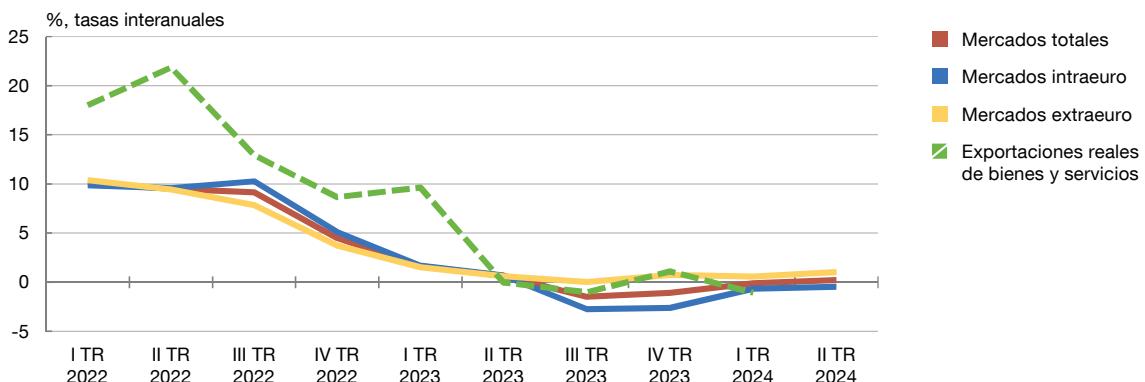


## 14 La contribución del sector exterior al crecimiento del PIB, muy intensa en el primer trimestre, sería menor durante el resto del año

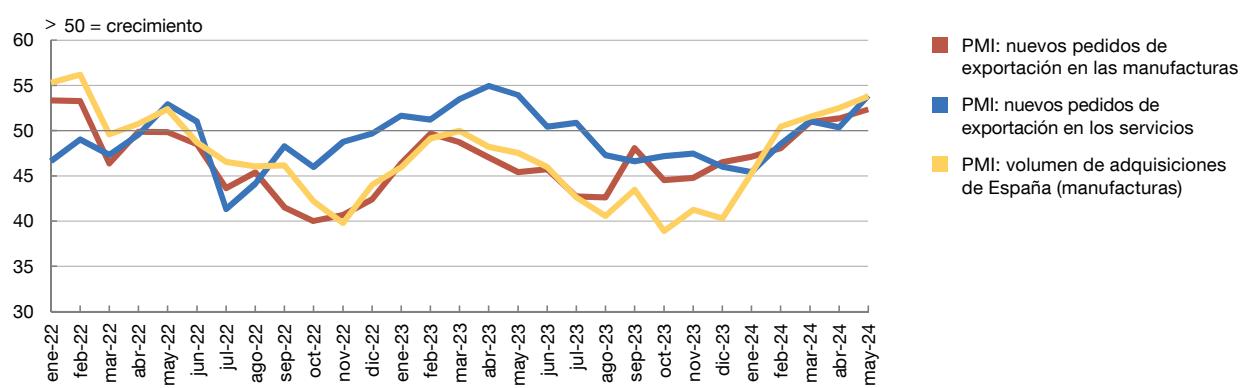
- La contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2024, de 0,5 pp, descansó en el elevado dinamismo que mostraron las exportaciones de servicios (con un aumento intertrimestral del 11,1 %), especialmente las de servicios turísticos. En cualquier caso, las importaciones de servicios también presentaron un notable vigor y avanzaron un 6,8 %. En particular, tras la atonía mostrada en trimestres precedentes, las importaciones de servicios turísticos repuntaron con mucha intensidad (un 20,4 %), un dinamismo que probablemente continúe en los próximos trimestres.
- En un contexto de mejora gradual de los mercados exteriores (véase gráfico 14.a), los indicadores más recientes, como las expectativas reportadas por los empresarios en la última Encuesta de Coyuntura de la Exportación y los indicadores PMI de nuevos pedidos de exportación (véase gráfico 14.b), apuntan a que las exportaciones de bienes, que cayeron un 1,7 % en el primer trimestre, podrían mostrar una evolución más positiva en los próximos meses.
- Este dinamismo se vería compensado, no obstante, por la recuperación de las importaciones, impulsada, entre otros factores, por la mejora de la actividad manufacturera y de la inversión empresarial, que presentan un elevado contenido importador.

Gráfico 14

## 14.a Mercados de exportación de España



## 14.b Indicadores PMI



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Banco Central Europeo y S&P Global.

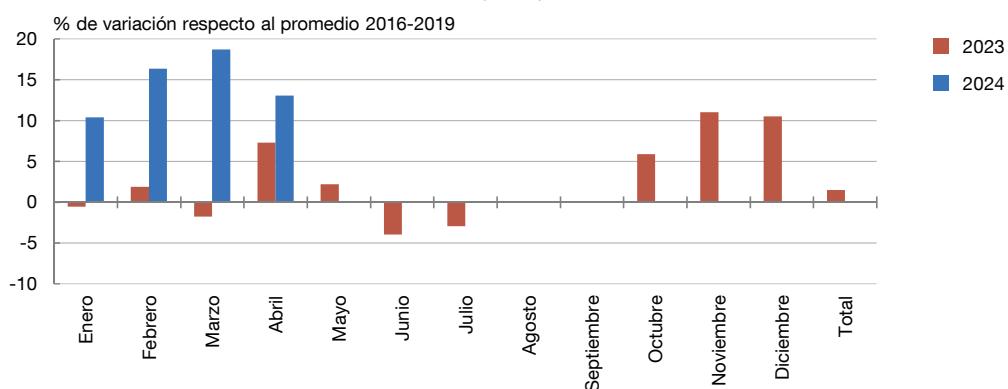


## 15 El turismo internacional ha venido mostrando un considerable dinamismo en los últimos meses, apoyado, en parte, en una mayor diversificación geográfica y temporal de las llegadas

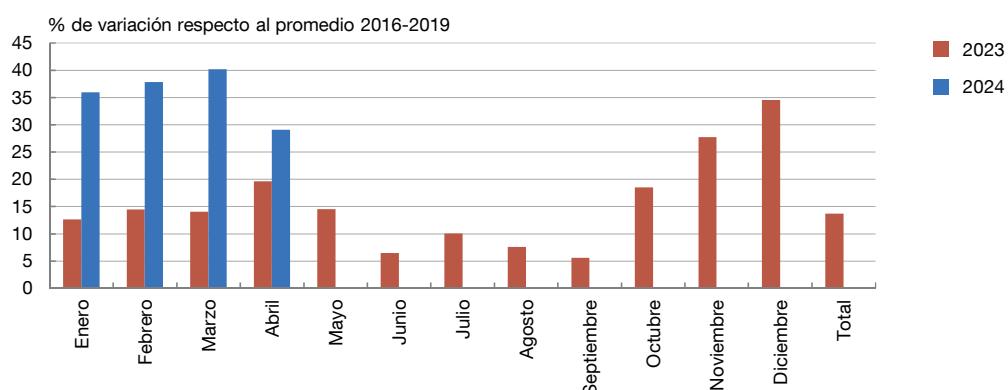
- En los primeros meses del año, el turismo internacional ha mantenido el elevado dinamismo exhibido durante 2023. Así, hasta abril, las pernoctaciones hoteleras de turistas internacionales superaron en un 12 % las observadas en el mismo período de 2023 y también se situaron ampliamente por encima de los registros prepandemia (véase gráfico 15.a). Este impulso provendría, por un lado, de la continuación de la tendencia a una mayor diversificación de los flujos turísticos hacia España, tanto en términos geográficos como estacionales, y, por otro lado, de la reactivación de los flujos provenientes de los principales países emisores tradicionales —como Alemania—.
- En conjunto, entre enero y abril de este año, el gasto turístico en términos reales se situó un 36 % por encima del registrado en el mismo período entre 2016 y 2019 (véase gráfico 15.b) y siguió mostrando un incremento del gasto por visitante, a lo que habría contribuido el mayor aumento relativo experimentado en las pernoctaciones hoteleras en establecimientos de mayor categoría.
- Estas tendencias podrían continuar en el corto plazo, apoyadas, entre otros factores, por un mayor dinamismo potencial del turismo de negocios y por una eventual recuperación de los flujos provenientes de algunos países emisores que todavía no han alcanzado sus cifras prepandemia —como Japón—.

Gráfico 15

## 15.a Pernoctaciones hoteleras de turistas extranjeros por meses



## 15.b Gasto de los turistas extranjeros deflactado por meses (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Gasto sin transporte y sin paquete turístico deflactado con un indicador ponderado de distintas rúbricas turísticas del IPC.

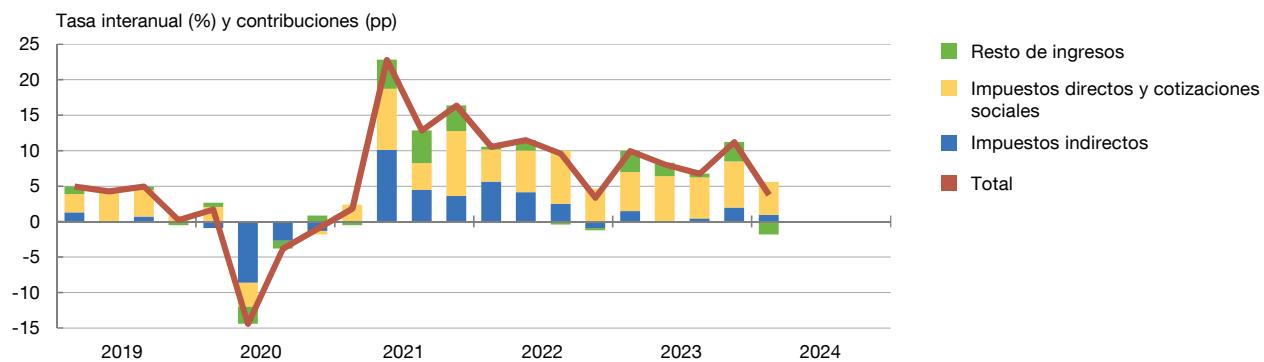


## 16 Los ingresos y gastos públicos, excluidos los componentes más volátiles, mantuvieron tasas de crecimiento significativas en los primeros meses del año

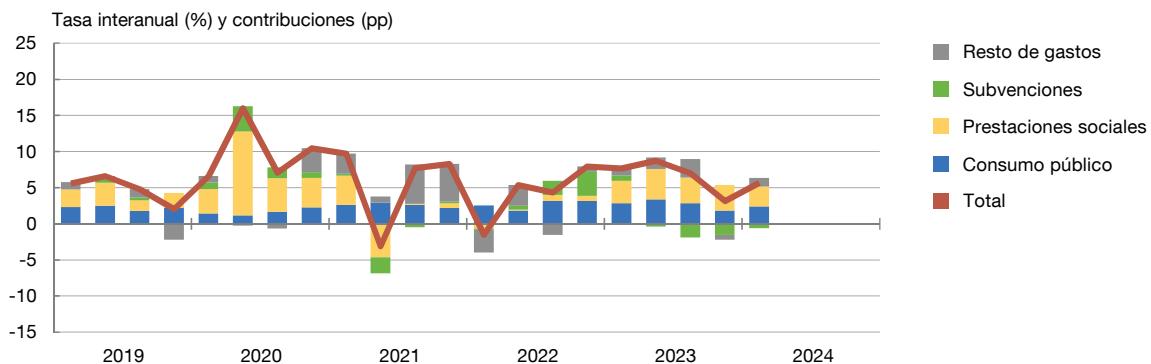
- En el primer trimestre de 2024, los ingresos por impuestos y cotizaciones sociales aumentaron, en términos interanuales, un 6,2 % (véase gráfico 16.a). A dicho avance habrían contribuido, principalmente, los incrementos registrados por las bases impositivas y, en menor medida, la retirada progresiva de algunas de las medidas de apoyo desplegadas frente a la crisis energética. Con todo, el avance siguió apoyándose principalmente en los impuestos directos y las cotizaciones sociales —que habrían crecido un 7,8 %—, frente al menor dinamismo de los impuestos indirectos —que lo hicieron al 3 %—.
- Por otra parte, en los tres primeros meses del año, el gasto público en prestaciones sociales y en consumo aumentó un 6,5 % y un 6 %, respectivamente (véase gráfico 16.b). Cabe señalar que la segunda de estas cifras aún no recoge la subida fija del 2 % que se prevé para los salarios de los empleados públicos este año, aunque sí el pago de un 0,5 %, con efectos retroactivos desde enero de 2023, por la subida condicionada al crecimiento del PIB en dicho año.
- Como resultado de estos desarrollos, se estima que el déficit de las Administraciones Públicas (AAPP), en términos acumulados de 12 meses, se habría situado en un 3,8 % del PIB en marzo, frente al 3,6 % registrado al cierre de 2023.

Gráfico 16

16.a Evolución de los ingresos públicos (a)



16.b Evolución de los gastos públicos (a)



FUENTES: Banco de España e Intervención General de la Administración del Estado.

a Los datos del último trimestre no incluyen las Corporaciones Locales.

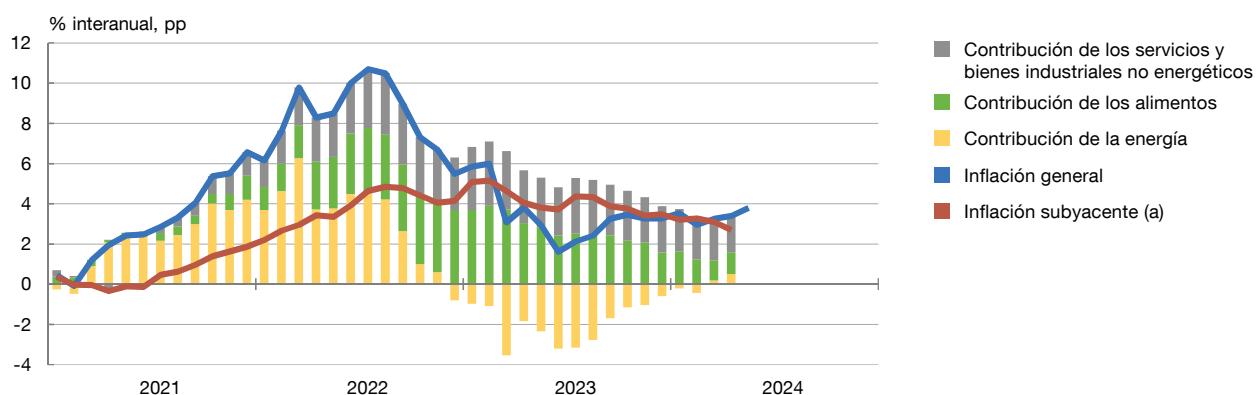


## 17 La inflación general ha aumentado en los últimos meses por la aceleración de los precios energéticos, mientras que la inflación subyacente se ha reducido levemente

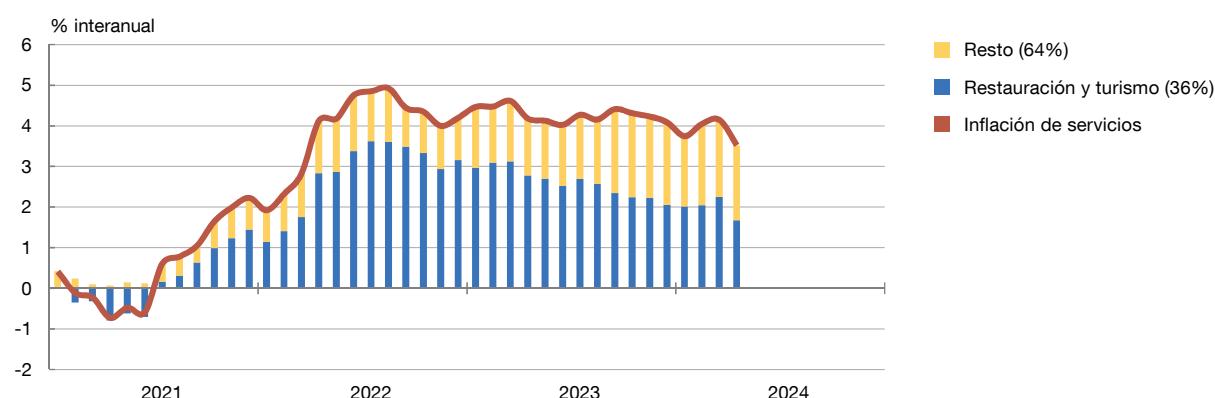
- La inflación aumentó nueve décimas entre febrero y mayo, hasta una tasa interanual del IAPC del 3,8 % (véase gráfico 17.a). Con información desagregada hasta el mes de abril, este incremento refleja una aceleración de los precios energéticos, impulsados al alza por la reversión parcial de algunas de las medidas desplegadas para hacer frente a la crisis energética y por el encarecimiento reciente de los precios del petróleo en los mercados internacionales. Por otra parte, en los últimos meses ha continuado la moderación de la inflación de los alimentos, si bien dicha desaceleración se interrumpió en abril —con una tasa interanual del 4,6 %, tres décimas más que en marzo— como consecuencia del repunte de los precios de algunos alimentos frescos.
- En cuanto a la inflación subyacente, esta se redujo hasta el 2,7 % en abril, su tasa interanual más baja desde febrero de 2022. Entre sus componentes, destaca la intensa desaceleración que se viene produciendo en los precios de los bienes industriales no energéticos, mientras que los de los servicios están mostrando recientemente una persistencia algo superior a la esperada; la restauración y el turismo explican casi la mitad de su crecimiento (véase gráfico 17.b).

Gráfico 17

## 17.a Inflación en España: evolución y contribución de los componentes



## 17.b Inflación de los servicios y contribuciones (b)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.

b Entre paréntesis, el peso de cada grupo en la inflación de servicios.

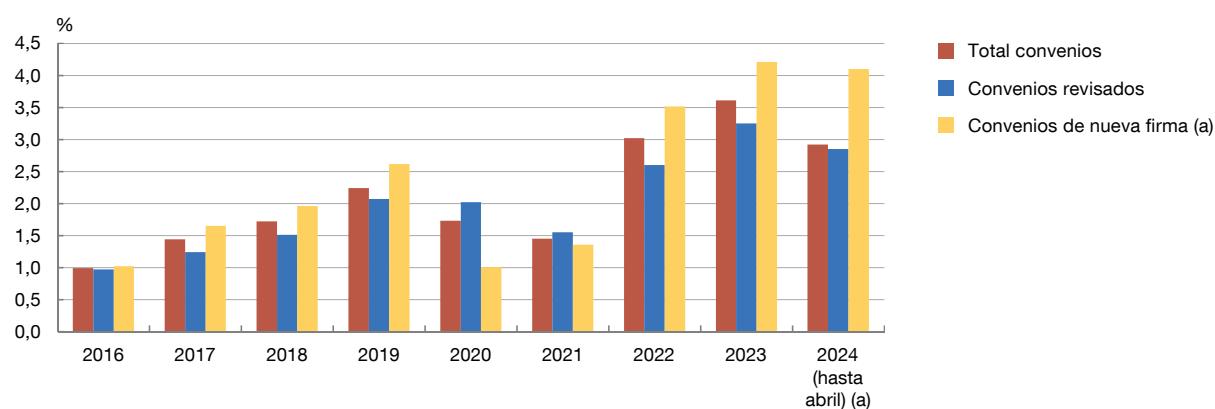


## 18 En el primer trimestre, el ritmo de crecimiento de la remuneración por asalariado se desaceleró, si bien continuó estando sensiblemente por encima de los aumentos salariales pactados en convenio

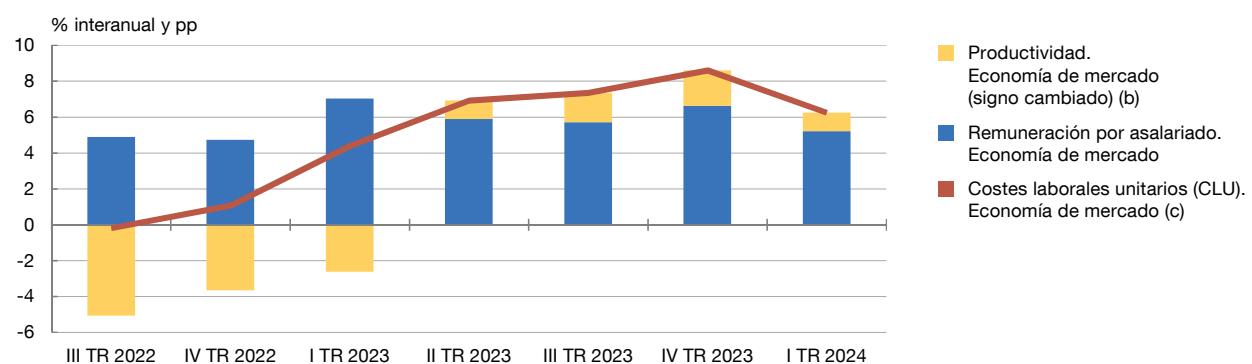
- Con información hasta abril, el incremento salarial pactado para 2024 se sitúa en el 2,9 %, 0,5 pp por debajo del acordado para el año pasado (véase gráfico 18.a). La práctica totalidad de los asalariados con convenio cerrado para 2024 —alrededor de 8,6 millones de trabajadores— tienen convenios firmados en años anteriores, mientras que los convenios de nueva firma en 2024 aún son escasos y solo afectan a alrededor del 5 % de los trabajadores con convenio cerrado para este año. Hasta abril, estos nuevos convenios presentan un aumento salarial del 4,1 %, ligeramente por debajo del 4,4 % acordado en este tipo de convenios hasta marzo.
- En el primer trimestre, los costes laborales unitarios de la economía de mercado mostraron un avance interanual del 6,2 % (véase gráfico 18.b), presionados al alza tanto por la caída de la productividad como por el aumento de la remuneración por asalariado. Esta última se desaceleró en el primer trimestre, hasta una tasa interanual del 5,2 %, si bien dicha tasa se mantuvo, como en trimestres precedentes, por encima de los incrementos salariales pactados en convenio, lo que refleja una deriva salarial positiva.

Gráfico 18

18.a Incremento salarial pactado



18.b Costes laborales unitarios. Economía de mercado. Evolución y contribuciones



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social e Instituto Nacional de Estadística.

- Los convenios de nueva firma de abril de 2024 tienen escasa representatividad, ya que se refieren solo a 480.247 trabajadores (el 5,6 % del total de trabajadores con convenios cerrados para 2024).
- La productividad se define como valor añadido bruto sobre el total de asalariados en un determinado sector.
- 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.

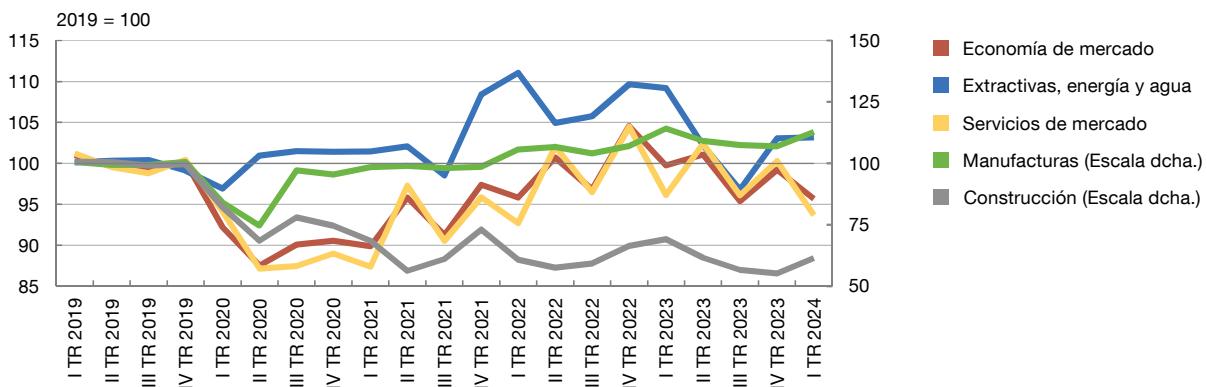


## 19 La evolución de los márgenes empresariales muestra una cierta tendencia a la baja, si bien perdura una marcada heterogeneidad sectorial

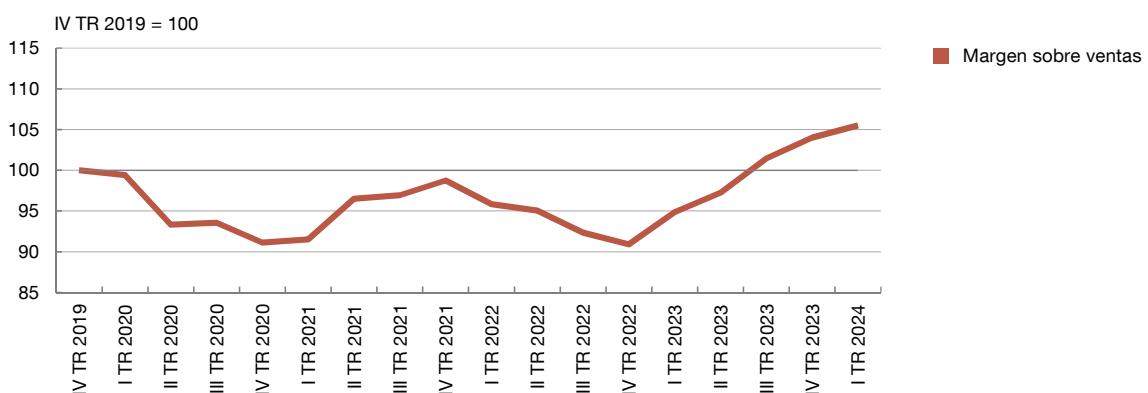
- De acuerdo con la información de la Contabilidad Nacional (CN), la ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado habría mostrado una cierta tendencia a la baja desde el segundo trimestre de 2023 (véase gráfico 19.a). No obstante, la heterogeneidad entre sectores continúa siendo elevada, con una evolución de la ratio más dinámica en el caso de las manufacturas y notablemente más contenida en el de la construcción.
- Por su parte, el margen de explotación, definido como la ratio entre el indicador del resultado bruto de explotación y las ventas totales —por tanto, incluye los costes intermedios—, que puede obtenerse a través de la información procedente de las ventas de grandes empresas y pymes de la Agencia Tributaria (AEAT), ha mantenido un cierto dinamismo a lo largo del último año (véase gráfico 19.b).

Gráfico 19

## 19.a Evolución de los márgenes empresariales (EBE/VAB) según la CN. Desglose por sectores



## 19.b Evolución de los márgenes empresariales según información de la AEAT (a)



**FUENTES:** Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y modelos del IVA y retenciones por rendimientos del trabajo y actividades económicas (Agencia Tributaria).

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.



# PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2024-2026)

## Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)

Esta sección presenta los principales rasgos de la actualización más reciente de las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para la economía española a lo largo del horizonte 2024-2026<sup>1</sup>.

Bajo los supuestos del ejercicio, se estima que el crecimiento del PIB de nuestro país —que en 2023 alcanzó el 2,5%— se ralentizará a lo largo del horizonte de proyección hasta situarse en el 2,3 %, el 1,9 % y el 1,7 % en 2024, 2025 y 2026, respectivamente (véase cuadro 1). Por su parte, la tasa de paro, que en 2023 se situó en el 12,2 %, mantendrá una senda descendente en los próximos años, aunque permanecerá por encima del 11 % en 2026. Por el lado de los precios, la inflación general —que en el promedio de 2023 fue del 3,4 %— disminuirá a lo largo del próximo trienio para situarse en el 3 % en 2024, el 2 % en 2025 y el 1,8 % en 2026. La inflación subyacente también se desacelerará gradualmente en este período y pasará del 4,1 % en 2023 al 2,6 %, 2 % y 1,9 % en 2024, 2025 y 2026, respectivamente.

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

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

El ejercicio de proyecciones se sustenta sobre un conjunto de supuestos técnicos —acerca de la evolución futura de determinadas variables macrofinancieras y fiscales— que son fundamentales a la hora de valorar el grado de dinamismo de la actividad y el comportamiento de la inflación en los próximos trimestres. Además, la nueva información conocida acerca de la evolución del PIB en trimestres precedentes implica, con respecto al anterior ejercicio de previsión<sup>2</sup>, un punto de partida diferente sobre el que proyectar las sendas futuras de la actividad y los precios. En este apartado se describe, brevemente, el papel que estos elementos desempeñan en el actual ejercicio de proyecciones.

**Supuestos sobre la evolución futura de los precios de la energía.** En los ejercicios de previsión del Eurosistema, la evolución esperada de los precios de las materias primas energéticas a lo largo del horizonte de proyección se aproxima a partir de su cotización en los mercados de

1 Con respecto a las previsiones publicadas el pasado 12 de marzo, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, los datos de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del primer trimestre de 2024, las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales (CTNFSI) del cuarto trimestre de 2023 y los cambios observados en los supuestos técnicos que subyacen a la evolución de distintas variables clave en el ejercicio de proyecciones. La fecha de cierre de las proyecciones es el 22 de mayo y la de recogida de información el 15 de mayo.

2 “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1.

## Cuadro 1

## Proyecciones macroeconómicas de la economía española (a)

Tasas de variación anual (%)

	PIB				IAPC				IAPC sin energía ni alimentos				Tasa de paro			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
Junio de 2024	2,5	2,3	1,9	1,7	3,4	3,0	2,0	1,8	4,1	2,6	2,0	1,9	12,2	11,5	11,3	11,2
Marzo de 2024	2,5	1,9	1,9	1,7	3,4	2,7	1,9	1,7	4,1	2,2	1,9	1,8	12,1	11,6	11,5	11,3

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

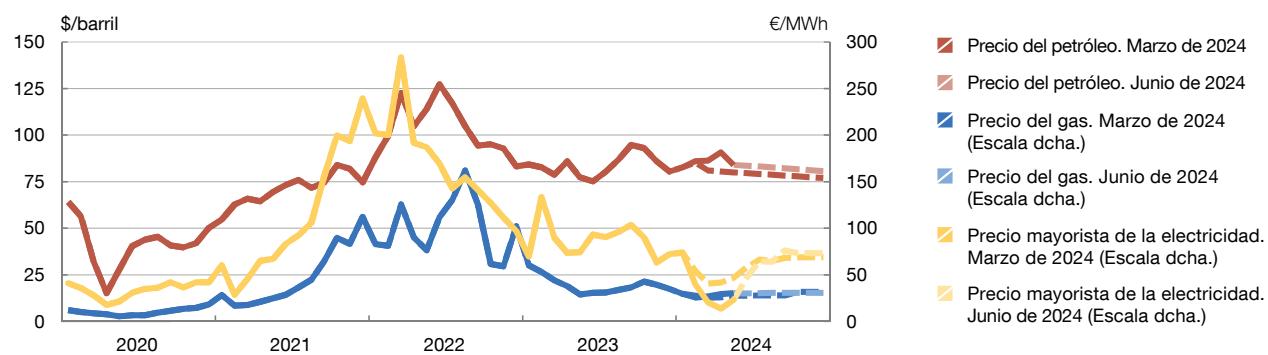
NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2024.

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

b. Media anual.

## Gráfico 1

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



FUENTES: Mercado Ibérico del Gas, OMIE y Reuters.

futuros. Como se puede apreciar en el gráfico 1, dichos mercados contemplan ahora unos precios futuros para el petróleo algo más elevados que los que se incorporaron en el ejercicio de proyecciones de marzo. Por su parte, aunque en los últimos meses el precio de la electricidad en los mercados mayoristas ha sido inferior al que se anticipaba en marzo, en la segunda mitad del año este pasaría a situarse, de acuerdo con las cotizaciones actuales en los mercados de futuros, algo por encima de lo previsto hace tres meses.

**Supuestos sobre la evolución futura de los tipos de interés.** De acuerdo con las expectativas de los mercados financieros internacionales<sup>3</sup>, se espera que los tipos de interés a corto plazo se reduzcan progresivamente a lo largo del horizonte de proyección (véase cuadro 2). No obstante, esta moderación será más gradual que la contemplada unos meses atrás, de forma que las sendas previstas para los tipos de interés de los mercados monetarios se han revisado al alza con respecto al ejercicio de proyecciones de marzo. Por su parte, los tipos de interés que se anticipan ahora para la deuda soberana española a largo plazo son ligeramente menores que los

3 Los supuestos relativos a las sendas futuras de los tipos de interés de mercado están basados en las cotizaciones observadas en sus respectivos mercados en la fecha de cierre de los supuestos (el 15 de mayo).

## Cuadro 2

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

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

	Proyecciones de junio de 2024				Diferencia entre las previsiones actuales y las de marzo de 2024 (b)		
	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Mercados de exportación de España (c)	-0,1	1,0	3,3	3,2	-0,4	0,1	0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	83,7	83,8	78,0	74,5	4,0	2,8	1,4
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	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)	115,6	116,1	116,2	116,2	0,7	0,8	0,8
Tipos de interés a corto plazo (euribor a tres meses; nivel) (e)	3,4	3,6	2,8	2,5	0,2	0,4	0,2
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	3,5	3,2	3,2	3,4	-0,1	-0,1	-0,2

FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 15 de mayo. 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 Eurosystema para la zona del euro» de junio de 2024.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosystema. 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 Eurosystema sobre la evolución de estas variables.

que se preveían hace tres meses, debido a una ligera reducción tanto de las primas de riesgo como de las expectativas sobre los tipos de interés a largo plazo libres de riesgo.

**Supuestos sobre la evolución futura de los mercados exteriores.** Los supuestos técnicos contemplan una recuperación gradual de los mercados de exportación de España en los próximos trimestres, en consonancia con unas perspectivas relativamente favorables en cuanto a la evolución futura de la actividad económica global y, en especial, con la aceleración de la actividad prevista en el área del euro<sup>4</sup>. En comparación con las perspectivas existentes hace tres meses, no se han producido cambios significativos en la evolución esperada de los mercados de exportación de España de cara a los próximos trimestres. En particular, si bien el ritmo de avance previsto para dichos mercados se ha revisado ligeramente a la baja para el conjunto de 2024 (véase cuadro 2), esta revisión obedece al menor dinamismo que las importaciones de fuera de la UEM mostraron en el tramo final de 2023 y en el primer trimestre de 2024, en comparación con lo contemplado en marzo<sup>5</sup>. Por otra parte, en relación con el anterior ejercicio de proyecciones, el tipo de cambio del euro en términos efectivos nominales se encuentra ahora algo más apreciado, si bien se mantiene inalterado el tipo de cambio respecto al dólar.

4 Estas perspectivas son coherentes, entre otras, con las más recientes publicadas por el Eurosystema, la Comisión Europea y la OCDE.

5 Esta debilidad de las importaciones se produjo en un contexto en el que la elasticidad de las importaciones a la demanda final a nivel global se situó en registros muy reducidos desde una perspectiva histórica. Esto sería coherente con la debilidad relativa que la actividad de las ramas industriales viene mostrando a escala global en los últimos trimestres con respecto a la de las ramas de servicios.

## Supuestos sobre la política fiscal en España.

Los supuestos fiscales incorporan algunas novedades con impacto en el déficit público a lo largo del horizonte de proyección, en comparación con el ejercicio de previsiones de marzo. En particular, se incluye:

- La extensión de las medidas transitorias de ingresos relacionadas con los gravámenes temporales a las empresas energéticas y entidades financieras hasta 2025<sup>6</sup>, que, junto con otros cambios de menor magnitud, supone una reducción del déficit de 0,1 puntos porcentuales (pp) de PIB en 2025 y un aumento de 0,1 pp en 2026<sup>7</sup>.
- Las recientes sentencias sobre el [derecho a deducción por parte de algunos mutualistas en el IRPF](#) y sobre la [inconstitucionalidad de varios preceptos introducidos por el Real Decreto-ley 3/2016](#) relativos al Impuesto de Sociedades. De forma conjunta, se estima que estas dos decisiones judiciales acarrean nuevas obligaciones de gasto para el Estado que podrían implicar un incremento del déficit de en torno a 0,2 pp de PIB en 2024<sup>8</sup>.

Respecto a la senda esperada de gasto financiado con los fondos europeos del programa *Next Generation EU* (NGEU) —y, en particular, con su instrumento principal, el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR)—, esta se mantiene inalterada en relación con la contemplada en el ejercicio de proyecciones de marzo. En concreto, las actuales proyecciones contemplan que el gasto asociado a estos fondos —tras haberse situado en el 0,2 % y en el 0,4 % del PIB en 2021 y 2022, respectivamente— se habría incrementado hasta el 0,7 % en 2023 y continuará aumentando en 2024 hasta situarse alrededor del 1 % del PIB, cifra en torno a la que se estabilizará a lo largo del resto del horizonte de proyección. Todo ello sería coherente con el hecho de que el impacto máximo del programa NGEU sobre el nivel de PIB de la economía española se materializaría en los años 2025 y 2026.

En conjunto, el tono esperado de la política fiscal en 2024 —aproximado por la variación del saldo estructural primario— sería ligeramente contractivo. Sin embargo, en 2025 y 2026 la orientación presupuestaria se tornaría aproximadamente neutral. A este respecto, es importante tener presente que la aplicación de las nuevas reglas fiscales europeas —en vigor desde el pasado 30 de abril— implicará la necesidad de un tono contractivo de la política fiscal española a partir de 2025, que no está incorporado en este ejercicio de proyecciones<sup>9</sup>.

6 La conversión en permanentes de dichos gravámenes sigue estando sujeta a un elevado grado de incertidumbre y no se dispone de suficiente información al respecto, por lo que no se incluye dicha conversión en las actuales proyecciones.

7 Entre esos otros cambios se incluye la suspensión, a partir de 2025, de las contribuciones ordinarias al Fondo de Garantía de Depósitos —entidad perteneciente a las Administraciones Públicas (AAPP)— como consecuencia de la superación en este año del tamaño objetivo del Fondo establecido por ley.

8 El pasado 30 de mayo, con posterioridad a la fecha de cierre de estas proyecciones, se hizo pública una [sentencia](#) del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE) en la que se establece la incompatibilidad con la normativa europea del tramo autonómico del impuesto sobre hidrocarburos —vigente entre 2013 y 2018—, lo que podría dar lugar a nuevas obligaciones de gasto por parte de las AAPP que no están incluidas en estas proyecciones.

9 Para más detalles sobre las implicaciones para las cuentas públicas españolas del nuevo marco de gobernanza fiscal europeo, véase la sección 9.3 del [capítulo 2 del Informe Anual del Banco de España de 2023](#).

**Nuevos datos y revisiones estadísticas.** Los datos de avance de la CNTR referidos al primer trimestre de 2024 apuntan a un crecimiento del PIB en dicho trimestre del 0,7 %, superior al anticipado por el Banco de España en las proyecciones de marzo (un 0,4 %). Además, se revisaron al alza las tasas de crecimiento del PIB en el tercer y cuarto trimestres de 2023, desde el 0,4 % y el 0,6 % hasta el 0,5 % y el 0,7 %, respectivamente<sup>10</sup>. En ausencia de otros cambios, esta nueva información conllevaría, de forma mecánica, un nivel de partida del producto más elevado para el actual ejercicio de proyecciones y una tasa de crecimiento del PIB mayor en 2024.

### Evolución prevista para la actividad

**En el primer trimestre del año, el aumento del PIB en la economía española fue superior al previsto por el Banco de España en marzo, debido, fundamentalmente, al elevado dinamismo que mostraron las exportaciones de servicios turísticos.** De acuerdo con los datos de avance de la CNTR, el crecimiento intertrimestral del PIB se situó en el 0,7 % en el primer trimestre del año, sensiblemente por encima del esperado por el Banco de España en marzo (0,4 %) y en línea con el observado en el cuarto trimestre de 2023 (0,7 %, después de la última revisión al alza de esta cifra por parte del Instituto Nacional de Estadística). El elevado dinamismo de la actividad en los tres primeros meses del año se sustentó en la demanda exterior neta —con una contribución de 0,5 pp al crecimiento del PIB—, en un contexto en el que las exportaciones de servicios turísticos aumentaron un 19 % intertrimestral —por encima de lo esperado—, impulsadas por el buen comportamiento del turismo extranjero durante la Semana Santa. En cambio, la contribución de la demanda nacional al avance del PIB —de 0,2 pp— se moderó con respecto a la observada en el tramo final de 2023. A ello contribuyó la caída del consumo público, que, si bien fue algo más intensa de la anticipada, estuvo en consonancia con lo esperado en el ejercicio de proyecciones de marzo, tras los elevados incrementos que esta rúbrica registró durante buena parte del año pasado. Por su parte, en los primeros meses de 2024 el consumo privado presentó un avance moderado —inferior al previsto, aunque similar al registrado en el último trimestre de 2023—, mientras que la formación bruta de capital experimentó una ligera aceleración, tras la acusada debilidad que mostró a lo largo del año pasado.

**La información coyuntural más reciente apunta a que en el segundo trimestre la actividad económica en nuestro país seguiría presentando un ritmo de expansión apreciable.** En particular, el análisis conjunto de los [distintos indicadores disponibles para el segundo trimestre del año](#) —entre otros, la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), los datos de afiliación a la Seguridad Social y los índices de gestores de compras— sugiere que la tasa de crecimiento del PIB durante este período podría situarse en el entorno del 0,5 % intertrimestral. Dicha tasa sería compatible con un crecimiento interanual del producto en el segundo trimestre del 2,4 %, igual que el observado en el primero.

**De cara a los próximos trimestres, se prevé que las tasas de avance del PIB converjan paulatinamente hacia aquellas acordes con la capacidad de crecimiento potencial de**

<sup>10</sup> En cambio, la tasa de crecimiento del PIB se revisó a la baja en el primer trimestre de 2023 (en 0,1 pp, hasta el 0,4 %).

**la economía española, que, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, se situaría alrededor del 1,6 % interanual al final del horizonte de proyección.** En este sentido, se contempla que, en lo referente a las tasas medias anuales, el crecimiento del PIB se reduzca desde el 2,5 % observado en 2023 hasta el 2,3 % en 2024, el 1,9 % en 2025 y el 1,7 % en 2026 (véase cuadro 3). Esta evolución prevista del PIB refleja el impacto neto sobre la actividad económica de diversos factores que inciden sobre la misma en direcciones opuestas. Por un lado, se espera que en los próximos trimestres se debiliten algunos de los vientos de cola que han impulsado recientemente el crecimiento de la economía española, tales como la existencia de una importante demanda embalsada de determinados bienes y servicios y la corrección de algunas de las perturbaciones de oferta negativas que lastraron la actividad en 2021 y 2022. Por otro lado, entre los factores que actuarán como elementos de soporte del dinamismo del PIB durante los próximos trimestres, cabe destacar la moderación gradual del impacto negativo sobre la actividad por parte del endurecimiento acumulado en las condiciones de financiación, la reactivación paulatina de la economía europea y global, el crecimiento poblacional previsto<sup>11</sup>, el avance de las rentas reales de los agentes económicos en un contexto de desaceleración de la inflación y el mayor despliegue de los fondos NGEU.

**Como resultado de estos desarrollos, a finales de 2026 el PIB de la economía española se situará un 8,9 % por encima del registrado antes del comienzo de la pandemia de COVID-19, un incremento que, no obstante, será sensiblemente menor (del 4,8 %) en términos per cápita.** Por otra parte, estas proyecciones implican que la brecha del producto —u *output gap*, por su denominación en inglés— de la economía española, que es prácticamente cero en la actualidad, aumentará progresivamente a lo largo del horizonte de proyección hasta situarse ligeramente por encima del 1 %. A modo de comparación, de acuerdo con las proyecciones macroeconómicas del Eurosystema publicadas el pasado 6 de junio, a finales de 2026 el PIB del área del euro será un 7,8 % superior al observado a finales de 2019, mientras que, en términos per cápita, esta brecha ascenderá al 6 % (véase gráfico 2).

**La demanda interna será el principal soporte de la actividad a lo largo del horizonte de proyección** (véase gráfico 3). El consumo de los hogares, que será el componente con una mayor aportación positiva al crecimiento del PIB, mostrará un dinamismo creciente en los próximos trimestres, favorecido por el incremento de las rentas reales —en consonancia con la evolución prevista de la creación de empleo, de los salarios y de la inflación—, el aumento de la población y la mejora de la confianza de las familias. No obstante, el consumo per cápita no recuperaría los niveles previos a la pandemia hasta 2025. Por su parte, la formación bruta de capital fijo, que aún se encuentra 2,2 pp por debajo de sus registros prepandemia, también aumentará a lo largo del horizonte de proyección. En particular, en un contexto en el que las empresas y las familias presentan una posición financiera relativamente saneada en términos agregados, la recuperación de la inversión se verá favorecida por el impulso procedente de los proyectos vinculados al programa NGEU —cuyo despliegue se prevé que gane tracción en 2024

<sup>11</sup> De acuerdo con las proyecciones poblacionales más recientes de Eurostat, en el período 2024-2026 la población española aumentará en casi 700.000 personas, lo que supone un incremento acumulado del 1,4 % respecto a los niveles de 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

	Proyecciones de junio de 2024				Proyecciones de marzo de 2024		
	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026
PIB	2,5	2,3	1,9	1,7	1,9	1,9	1,7
Consumo privado	1,8	2,4	2,0	1,7	2,3	1,9	1,7
Consumo público	3,8	1,6	1,7	1,5	1,2	1,7	1,5
Formación bruta de capital	-0,4	2,2	2,4	2,1	1,9	2,4	2,0
Exportación de bienes y servicios	2,3	2,4	2,4	2,7	1,7	3,0	2,9
Importación de bienes y servicios	0,3	2,0	2,7	3,0	2,1	3,4	3,0
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	1,7	2,1	1,9	1,7	2,0	1,9	1,6
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,8	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1
PIB nominal	8,6	5,4	4,0	3,5	4,8	4,1	3,6
Deflactor del PIB	5,9	3,0	2,1	1,8	2,9	2,2	1,9
IAPC	3,4	3,0	2,0	1,8	2,7	1,9	1,7
IAPC sin energía ni alimentos	4,1	2,6	2,0	1,9	2,2	1,9	1,8
Empleo (horas)	1,9	1,1	1,7	1,2	1,8	1,1	0,9
Tasa de paro (% de la población activa).							
Media anual	12,2	11,6	11,3	11,2	11,6	11,5	11,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	3,7	3,6	3,7	3,7	3,4	3,5	3,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,6	-3,3	-3,1	-3,2	-3,5	-3,5	-3,5
Deuda de las AAPP (% del PIB)	107,7	105,8	106,2	107,2	106,5	107,2	108,4

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

NOTA: Último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2024.

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

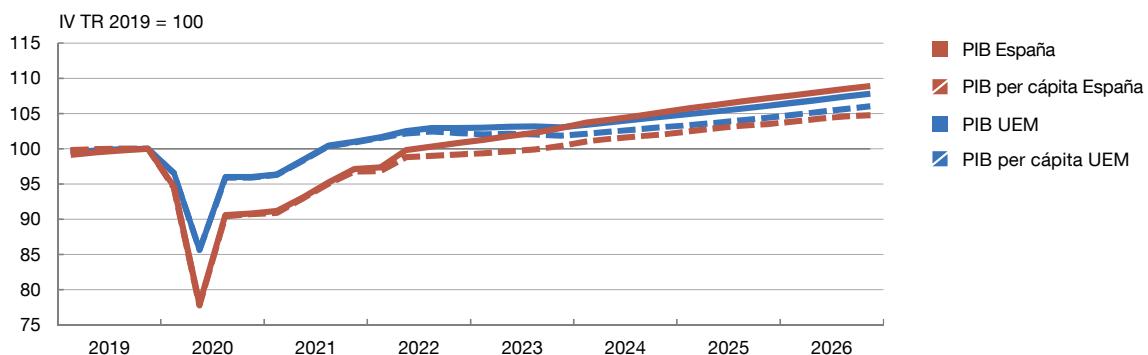
y 2025 – y por una cierta mejoría en las condiciones de financiación. En cualquier caso, a finales de 2026 la inversión será el componente de la demanda que presente un menor crecimiento acumulado desde 2019, lo que, con una perspectiva temporal más amplia, podría lastrar el dinamismo de la productividad y, por tanto, la capacidad de crecimiento potencial de la economía española de cara al futuro.

**La demanda exterior neta presentará en 2024 una contribución positiva al crecimiento del PIB que se tornará nula en 2025-2026.** Los flujos turísticos procedentes del exterior seguirán contribuyendo al dinamismo de la actividad en los próximos meses, impulsados, entre otros factores, por la creciente diversificación geográfica y estacional del turismo extranjero que está llegando a nuestro país<sup>12</sup>. Por su parte, la recuperación que se proyecta para los mercados exteriores favorecerá que, tras la caída registrada en 2023, las exportaciones de bienes se incrementen de forma gradual a lo largo del horizonte de proyección. Respecto a las importaciones,

12 Jiménez-García y García Esteban (2024).

## Gráfico 2

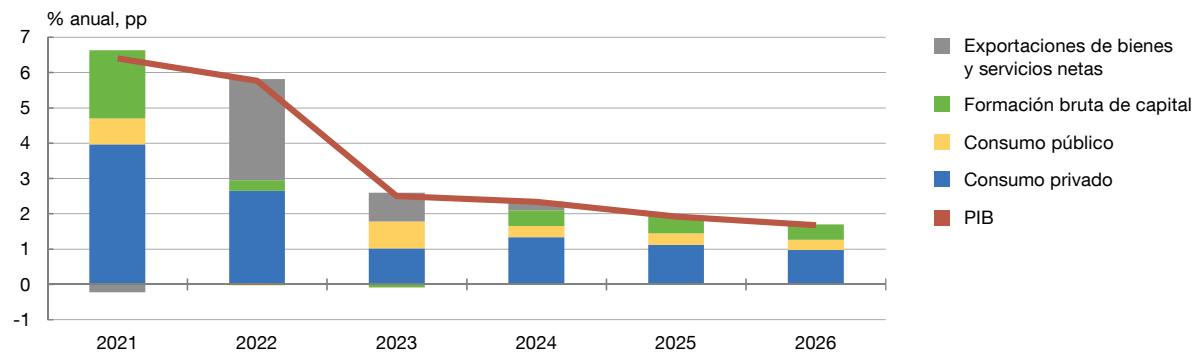
## 2.a Evolución del PIB y del PIB per cápita en España y en la UEM



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España y Comisión Europea.

## Gráfico 3

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



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

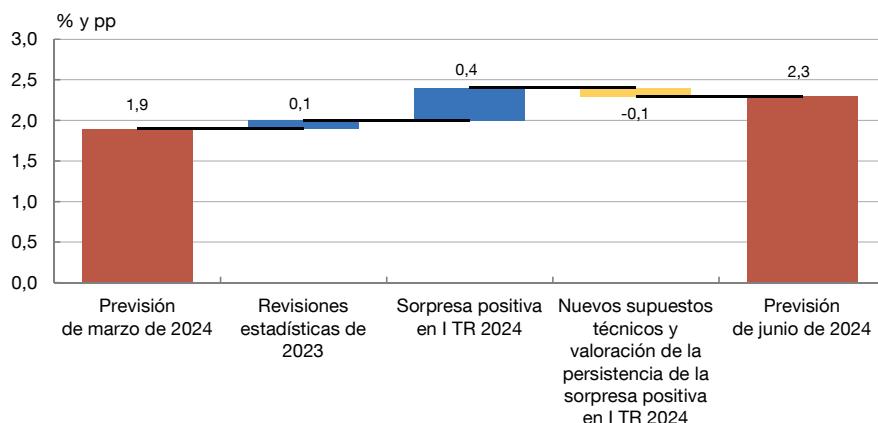
se espera una aceleración de las mismas más intensa que la prevista para las exportaciones, en sintonía con el mayor dinamismo que presentarán la formación bruta de capital fijo y las exportaciones de bienes, que son los componentes de la demanda final con un contenido importador más elevado. En conjunto, la contribución del sector exterior al crecimiento se moderará en 2024 —con respecto a los elevados registros de 2022 y 2023— y se situará en niveles prácticamente nulos en el bienio posterior.

**En comparación con las proyecciones de marzo, el crecimiento del PIB se revisa al alza en 2024 y se mantiene inalterado en 2025 y 2026.** En particular, la tasa media de crecimiento del PIB prevista para 2024 se eleva en 0,4 pp, hasta el 2,3 % (véase gráfico 4). Esta revisión refleja, fundamentalmente, los siguientes factores:

- Como ya se ha mencionado, los datos de avance de la CNTR referidos al primer trimestre de 2024 i) incorporaron una revisión al alza de las tasas de crecimiento del PIB en los

## Gráfico 4

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

últimos dos trimestres de 2023 y ii) apuntaron a un mayor dinamismo de la actividad en el primer trimestre de 2024 del previsto en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo. De manera mecánica, sin modificar las tasas de avance del producto en el resto de trimestres del año en curso, estos dos elementos conllevarían un efecto arrastre positivo sobre la tasa media de crecimiento del PIB en 2024 de 0,5 pp —0,1 pp asociados a la nueva información conocida en relación con el comportamiento de la actividad en la segunda mitad de 2023 y 0,4 pp asociados a la sorpresa positiva observada en cuanto al crecimiento del PIB en el primer trimestre de este año—.

- Al margen de estos ajustes mecánicos sobre la tasa media de crecimiento del PIB prevista para 2024 provenientes de datos anteriores, dicha tasa también se ve afectada por diversos factores que inciden en el ritmo de avance del PIB que se espera a futuro, esto es, en el resto de trimestres de este año. Entre dichos factores, cabe destacar dos. En primer lugar, de acuerdo con los supuestos técnicos más recientes, los precios del petróleo y los tipos de interés a corto plazo proyectados a futuro son ahora más elevados que los contemplados en marzo y, por tanto, acarrean unas condiciones menos favorables para el dinamismo de la actividad en los próximos trimestres. En segundo lugar, la sorpresa positiva en el avance del producto durante el primer trimestre del año tuvo su origen, fundamentalmente, en el extraordinario vigor que mostraron las exportaciones de servicios turísticos. La mayor parte de dicha sorpresa se incorpora en las nuevas proyecciones en forma de una evolución de esta partida durante el conjunto de 2024 más favorable que la contemplada unos meses atrás. No obstante, en un contexto de considerable volatilidad de las tasas de variación intertrimestrales, otra parte de dicha sorpresa se considera eminentemente transitoria. Sumados, se estima que estos dos factores implican una revisión a la baja de unos 0,1 pp en la tasa media de crecimiento del PIB en 2024.

**Respecto al mercado laboral, la creación de empleo se prolongará a lo largo del horizonte de proyección, aunque a un ritmo algo menor que el observado en los últimos trimestres, de**

**forma que se producirá una cierta recuperación de la productividad.** En concreto, si bien la productividad aparente del trabajo seguirá mostrando una considerable debilidad durante 2024, se espera que esta experimente una ligera recuperación a lo largo del resto del horizonte de proyección, hasta alcanzar ritmos de crecimiento coherentes con su evolución histórica. Por su parte, la tasa de paro continuará reduciéndose en los próximos años, aunque a un ritmo más lento que en los anteriores, debido tanto a la moderación esperada en el ritmo de creación de empleo como al avance previsto de la población activa —que, al igual que en los últimos años, seguirá viéndose impulsada por unos flujos de inmigración relativamente elevados—. Como resultado de todo ello, la tasa de paro de la economía española aún permanecerá por encima del 11 % en 2026.

### Evolución prevista para los precios y costes

**La inflación general ha repuntado de manera apreciable en los últimos meses.** En particular, la tasa de variación interanual del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situó en mayo (según el dato de avance) en el 3,8 %, 0,9 pp por encima del nivel alcanzado en febrero. Este repunte se explica, fundamentalmente, por la aceleración del componente energético de los precios. A esta aceleración han contribuido dos factores. Por un lado, en los últimos meses, el proceso de reversión progresiva de las rebajas impositivas desplegadas por las autoridades para hacer frente a la crisis energética ha redundado en alzas de los precios del gas y de la electricidad<sup>13</sup>. Por otro lado, en el mismo período se ha producido un encarecimiento inesperado del petróleo en los mercados internacionales, que ha supuesto mayores precios para los combustibles y carburantes en la cesta de consumo de los hogares.

**En cualquier caso, de acuerdo con la información más desagregada —solo disponible hasta el mes de abril—, la inflación subyacente y la de los alimentos han continuado, en la fracción transcurrida de este año, con su proceso de desaceleración gradual.** En particular, la inflación de los alimentos ha disminuido en 2,3 pp entre enero y abril —hasta el 4,6 %—, si bien experimentó una leve aceleración entre marzo y abril —de 0,3 pp— como consecuencia del repunte de los precios de algunos alimentos frescos —como las frutas y hortalizas—. Por su parte, la inflación subyacente se ha reducido desde el 3,2 % en enero hasta el 2,7 % en abril. No obstante, esta desaceleración ha sido menos intensa que la contemplada en el ejercicio de proyecciones de marzo. Ello ha respondido, principalmente, a una mayor persistencia de la anticipada de la inflación de los servicios. En este sentido, desde comienzos de año la inflación de los servicios apenas se ha reducido en 0,2 pp —pasando del 3,7 % en enero al 3,5 % en abril—, en parte debido al notable dinamismo de los precios de los paquetes turísticos, de los servicios de alojamiento y, en menor medida, de la restauración. En cambio, desde enero la inflación de los bienes industriales no energéticos (BINE) se ha desacelerado 1,1 pp, hasta el 0,9 %, una tasa inferior a la prevista en las proyecciones de marzo.

---

13 El repunte de los precios del gas se ha debido, en gran medida, al restablecimiento del IVA en el 21 % en abril, desde el 10 % que estaba vigente en marzo. En el caso de la electricidad, el repunte de su precio ha estado en gran medida asociado al incremento del IVA hasta el 21 % en marzo —desde el 10 % que estaba vigente en los primeros meses del año— y del impuesto especial sobre la electricidad hasta el 3,8 % en abril —desde el 2,5 % vigente en el primer trimestre—.

**De cara a los próximos trimestres, la senda de moderación de la inflación de los alimentos y de la inflación subyacente se prolongará.** En concreto, la inflación de los alimentos disminuirá desde un promedio anual del 11,1 % en 2023 hasta el 4,5 % en 2024 y hasta tasas en el entorno del 2,5 % en 2025 y 2026. Esta evolución resulta coherente, entre otros aspectos, con las cotizaciones que se observan en los mercados de futuros para distintas materias primas alimenticias<sup>14</sup> y con la marcada desaceleración que vienen mostrando en los últimos meses los precios de los alimentos en las etapas iniciales del proceso productivo (véase gráfico 5). En cualquier caso, la ralentización de los precios de consumo de los alimentos mostrará algunos altibajos en los próximos meses. Así, por ejemplo, la reversión de la rebaja del IVA de los alimentos a partir de julio de 2024 ejercerá una cierta presión al alza sobre estos precios en la segunda mitad del año<sup>15</sup>. Por otra parte, la inflación subyacente descenderá desde un promedio anual del 4,1 % en 2023 hasta el 2,6 % en 2024 y hasta tasas cercanas al 2 % en 2025 y 2026. Esta evolución vendrá determinada, en primer lugar, por una cierta estabilización de la inflación de los BINE en tasas relativamente contenidas, lo cual resulta coherente con el comportamiento que los precios industriales de estos productos han venido registrando en los últimos trimestres (véase gráfico 5), y, en segundo lugar, por una ralentización de la inflación de los servicios. En línea con algunas de las dinámicas más recientes, dicha ralentización será consecuencia, entre otros factores, de una desaceleración de los costes laborales unitarios —en parte por la moderación de la remuneración por asalariado, pero también por una cierta mejora de la productividad— y de un menor dinamismo de los márgenes empresariales. Con todo, al final del horizonte de proyección, la relación entre el IAPC de los servicios y el de los BINE retornaría a la tendencia de largo plazo que se observaba antes del estallido de la pandemia de COVID-19.

**Como resultado de estas dinámicas, la inflación general retomará una senda descendente en los próximos trimestres y se reducirá desde el 3,4 % observado en el promedio de 2023 hasta el 3 % en 2024, el 2 % en 2025 y el 1,8 % en 2026** (véase gráfico 6.a). A esta ralentización de la inflación general también contribuirá, además de los alimentos y del componente subyacente, el componente energético. Cabe destacar que, pese a la mencionada contribución de los precios de la energía al aumento de las presiones inflacionistas en 2024<sup>16</sup>, su aportación al avance del IAPC será prácticamente nula en 2025 e incluso negativa en 2026 (véase gráfico 6.b), una vez que se disipen distintos efectos base positivos y a la luz de las cotizaciones que las materias primas energéticas presentan en la actualidad en los mercados de futuros.

**En comparación con las anteriores proyecciones, las actuales incorporan una revisión al alza de la inflación general, que se concentra, en buena medida, en el año 2024.** En concreto, el incremento de los precios en el promedio de 2024 será 0,3 pp más elevado de lo previsto en marzo, debido a la revisión al alza de las contribuciones del componente energético y de la inflación

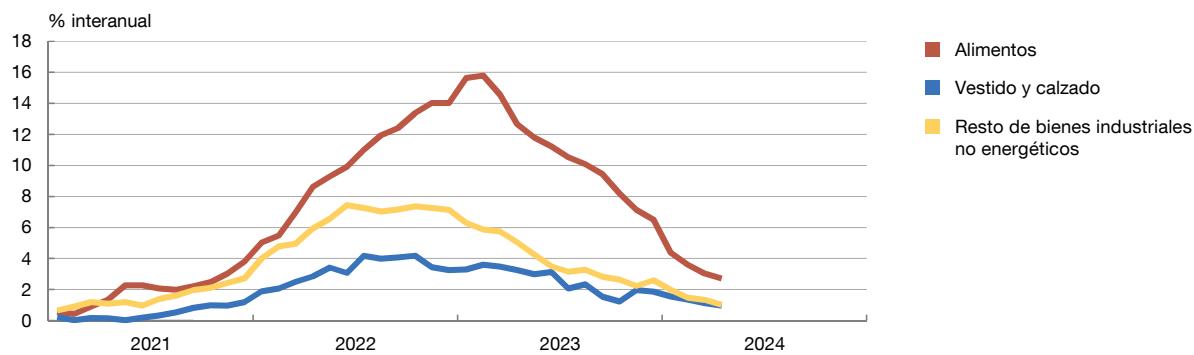
14 Por ejemplo, los precios de los lácteos y los aceites en los mercados de futuros europeos apuntan a descensos hasta tasas interanuales en el entorno del 0,5 % en 2025, mientras que en el caso de las carnes también se anticipan descensos hasta tasas ligeramente por encima del 1 %.

15 De acuerdo con las medidas aprobadas por el Gobierno, se asume que en julio de este año el IVA de ciertos productos alimenticios de primera necesidad regresará al 4 % (desde el 0 % actual) y el de otros productos alimenticios al 10 % (desde el 5 % actual). Este supuesto ya estaba incorporado en el ejercicio de proyecciones de marzo.

16 A modo de ilustración, el ritmo de variación del IAPC energético, que en el cuarto trimestre de 2023 se situó cerca del -9 %, se elevará hasta el entorno del 4 % en el último trimestre de 2024.

## Gráfico 5

## 5.a Indicadores de precios de producción industrial (a)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Indicadores computados en función de las divisiones correspondientes del índice de precios industriales (IPRI) y ponderados con los pesos respectivos en la cesta de consumo del IAPC.

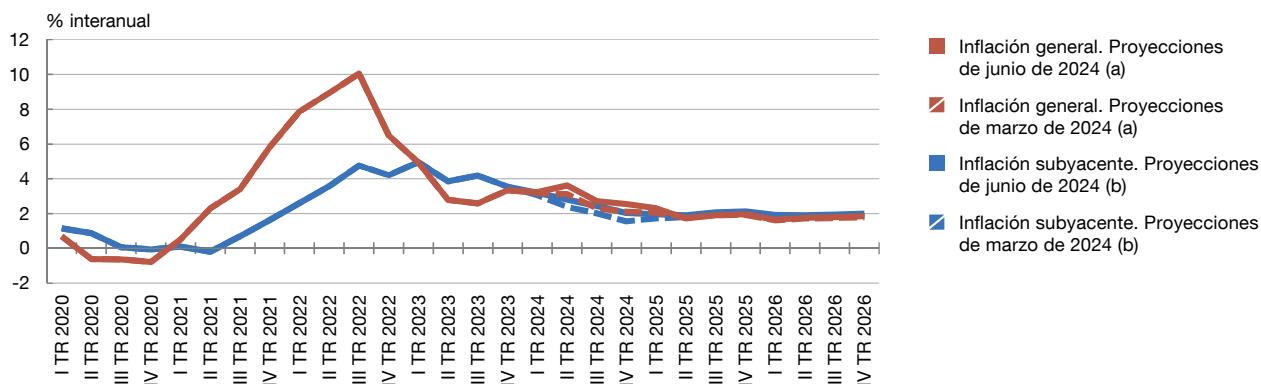
subyacente (véase gráfico 7). Por un lado, como ya se ha mencionado, los precios de la energía han experimentado recientemente aumentos más acusados de lo esperado unos meses atrás y, además, los mercados de futuros esperan ahora precios del petróleo algo más elevados de cara a los próximos meses en comparación con lo previsto en marzo. Por otro lado, tal y como se ha descrito anteriormente, la inflación subyacente ha registrado sorpresas positivas en los últimos meses relacionadas con una resistencia a la baja de la inflación de los servicios mayor de la anticipada. Esto se habría debido, en gran medida, al inesperado dinamismo que la actividad turística ha mostrado recientemente, una parte del cual se mantendría de cara al futuro y supondría ciertas presiones inflacionistas adicionales.

### Principales riesgos en torno a estas proyecciones

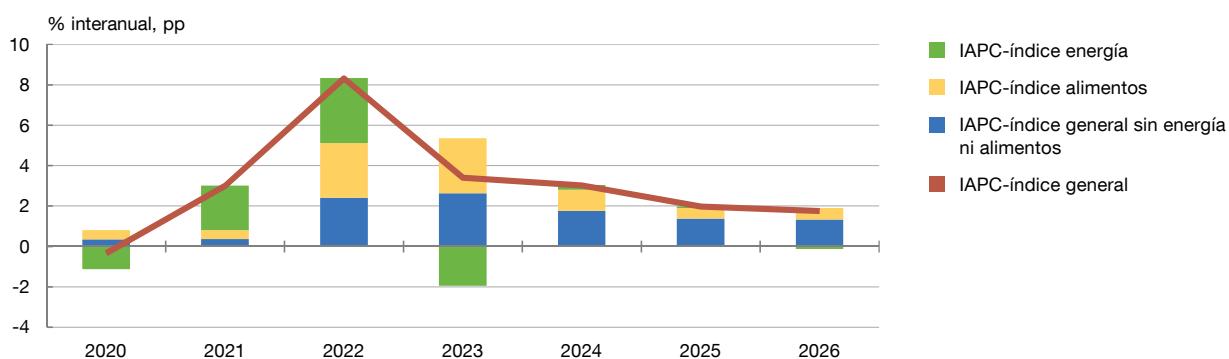
**Como en ejercicios anteriores, estas proyecciones están sujetas a una elevada incertidumbre, sin que se hayan producido grandes cambios relacionados con la naturaleza o valoración de las principales fuentes de riesgo.** Así, en el ámbito externo, las tensiones geopolíticas —por ejemplo, las asociadas a los conflictos bélicos en Ucrania y la Franja de Gaza o a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China— suponen, en caso de una escalada, un considerable riesgo a la baja sobre la actividad y al alza sobre los precios. Asimismo, en un contexto en el que los mercados financieros han venido mostrando en los últimos meses unas dinámicas muy favorables —con algunos índices bursátiles internacionales cerca de máximos históricos y con primas de riesgo relativamente reducidas—, no pueden descartarse episodios de turbulencias financieras que provoquen una acusada corrección en los precios de los activos financieros y un deterioro de las perspectivas macroeconómicas en el corto y medio plazo. Estos episodios podrían desencadenarse, por ejemplo, en el caso de desarrollos desfavorables en el sector inmobiliario chino o de un cambio brusco en las expectativas de los mercados financieros en cuanto a la evolución futura de la política monetaria a escala global. Por otra parte, en el ámbito doméstico, sigue existiendo una elevada incertidumbre en cuanto i) al

## Gráfico 6

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



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



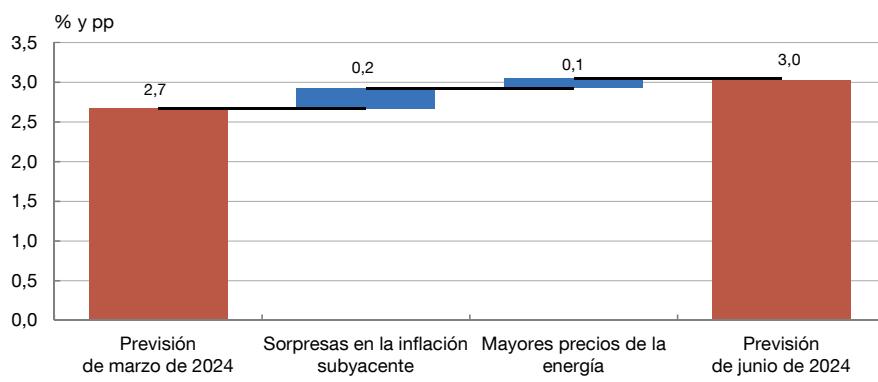
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Medida con el IAPC.

b Medida con el IAPC sin energía ni alimentos.

## Gráfico 7

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



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU y a su impacto sobre la inversión privada y la actividad económica, y ii) a la capacidad del ahorro de los hogares —que repuntó en 2023— para impulsar el consumo privado en los próximos trimestres. Además, como ya sucedió en las proyecciones de marzo, las actuales no incorporan una senda de ajuste presupuestario en la economía española compatible con el nuevo marco europeo de reglas fiscales que empezará a ser efectivo en 2025. Si bien el impacto económico de dicho plan de ajuste es incierto —y dependerá críticamente de cómo esté diseñado—, su implementación acarrearía, previsiblemente, un menor grado de dinamismo de la actividad a lo largo del horizonte de proyección que el contemplado en este ejercicio de previsiones.

**En cualquier caso, en los últimos meses la atención de los analistas y de los mercados financieros se ha venido desplazando, de manera creciente, hacia la velocidad con la que el proceso desinflacionario —a escala global, en la UEM y en España— podría discurrir en los próximos trimestres, una cuestión sobre la que persiste una notable incertidumbre.** En este sentido, en los próximos meses será imprescindible monitorizar, especialmente en el caso de la economía española:

- i) Cómo evoluciona el mercado de trabajo —que sigue mostrando un acusado dinamismo—, tanto en términos de salarios como de vacantes/disponibilidad de mano de obra.
- ii) El grado de dinamismo —hasta ahora bastante limitado en España— de la productividad, pieza clave en la evolución de los costes laborales unitarios y de las presiones inflacionistas internas, y la capacidad de los márgenes empresariales para acomodar dichas presiones.
- iii) El comportamiento de la actividad en el sector servicios —y, en particular, en los servicios turísticos—, toda vez que esta ha venido mostrando un considerable vigor en los últimos trimestres, al tiempo que es precisamente la inflación de los servicios la que está experimentando una mayor resistencia a la baja.

**La valoración conjunta de estas distintas fuentes de incertidumbre apunta a que los riesgos en torno a las actuales proyecciones de crecimiento económico se encuentran orientados a la baja, mientras que, en el caso de las proyecciones de inflación, estos se consideran sesgados al alza en los próximos trimestres y equilibrados en 2025 y 2026.** En este sentido, el hecho de que, en los últimos meses, la senda de moderación de la inflación subyacente en España haya sido algo menos intensa de lo anticipado recomienda mucha cautela antes de dar por doblegado el actual episodio inflacionista. Especialmente, en un contexto de aumentos aún apreciables de la remuneración por asalariado, modestos avances de la productividad, claros indicios de tensionamiento en el mercado de trabajo y notable dinamismo de la actividad en los servicios —de modo particular en los servicios turísticos—.