

GALO NUÑO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ESPAÑA 2025-2027

DIRECTOR GENERAL ADJUNTO DE ECONOMÍA

MADRID, 16 DE SEPTIEMBRE DE 2025

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema





ÍNDICE

1. **CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO**
2. **ACTIVIDAD**
 - 2.1 Revisión
 - 2.2 Datos
 - 2.3 Juicio
 - 2.4 Senda de previsión
3. **INFLACIÓN**
 - 3.1 Revisión
 - 3.2 Datos
 - 3.3 Senda de previsión
4. **SECTOR PÚBLICO**
5. **MERCADO DE TRABAJO**
6. **RIESGOS**
7. **CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE**

LOS RECIENTES ACUERDOS COMERCIALES HAN ELEVADO LOS ARANCELES DE ESTADOS UNIDOS A OTROS PAÍSES, Y PERSISTEN DUDAS SOBRE PUNTOS CONCRETOS

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO

2. ACTIVIDAD

2.1 REVISIÓN

2.2 DATOS

2.3 JUICIO

2.4 SENDA DE PREVISIÓN

3. INFLACIÓN

3.1 REVISIÓN

3.2 DATOS

3.3 SENDA DE PREVISIÓN

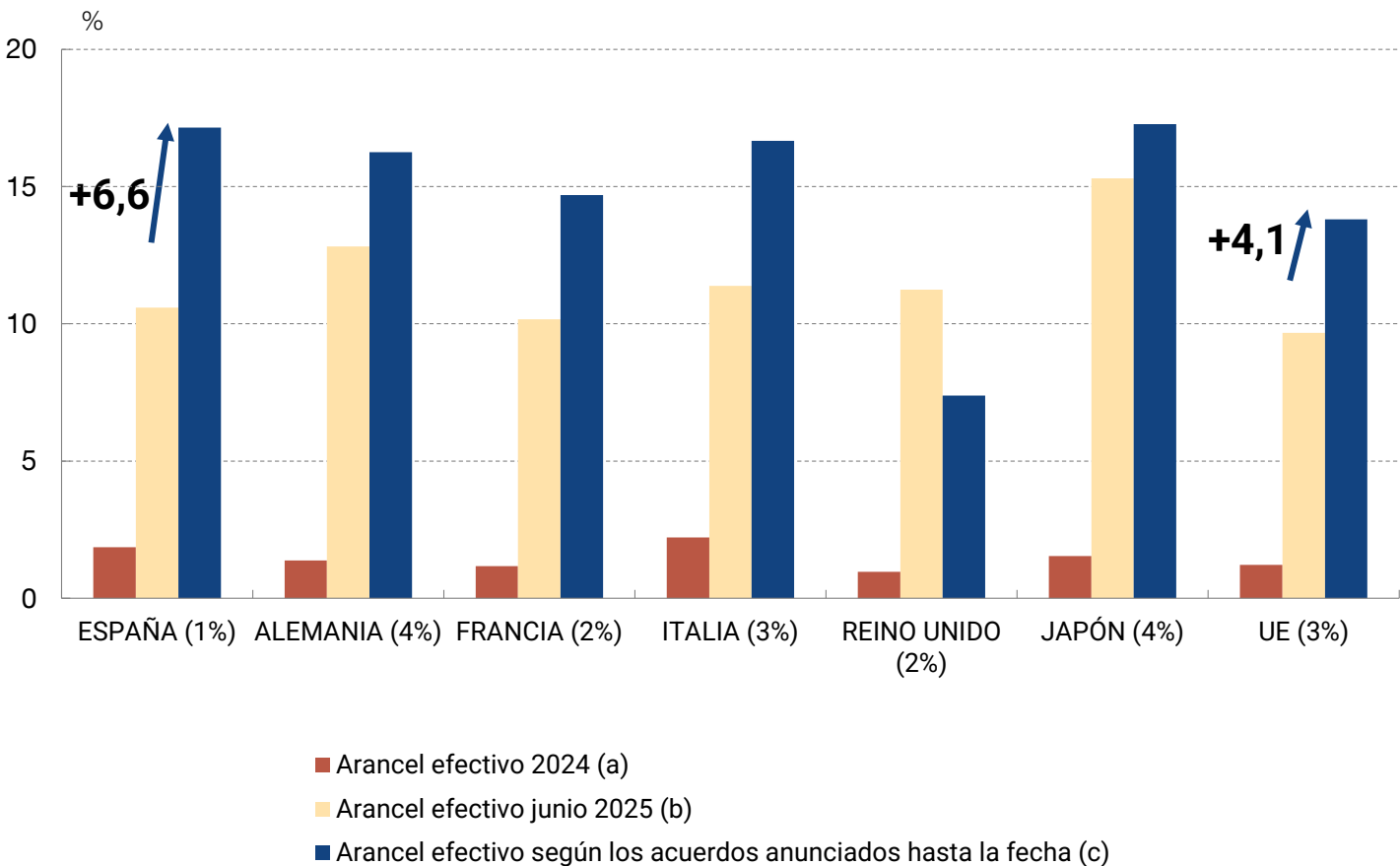
4. SECTOR PÚBLICO

5. MERCADO DE TRABAJO

6. RIESGOS

7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

ARANCELES EFECTIVOS APLICADOS POR EE.UU. SOBRE BIENES



- El acuerdo UE-EE.UU. aumenta en 13,8 pp el arancel efectivo sobre la UE respecto a 2024, y en 4 pp respecto a junio
- Además, la UE se compromete a:
 - reducir sus aranceles sobre EE.UU.
 - realizar inversiones y compras de energía y material militar
 - reducir barreras no arancelarias
- Existe una **elevada incertidumbre** sobre la **implementación** práctica de estos elementos adicionales

Fuentes: US Trade Census y Banco de España. (a) Nivel del arancel efectivo vigente en 2024. (b) Nivel de arancel efectivo en vigor el 1 de junio del 2025. (c) Nivel de arancel efectivo, según los acuerdos comerciales anunciados hasta la fecha de 1 de septiembre del 2025. Se incluyen todas las medidas anunciadas, aunque algunas no estén todavía en vigor o no hayan sido confirmadas por ambas partes del acuerdo.

LA VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS SE HA MANTENIDO EN NIVELES REDUCIDOS

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO

2. ACTIVIDAD

2.1 REVISIÓN

2.2 DATOS

2.3 JUICIO

2.4 SENDA DE PREVISIÓN

3. INFLACIÓN

3.1 REVISIÓN

3.2 DATOS

3.3 SENDA DE PREVISIÓN

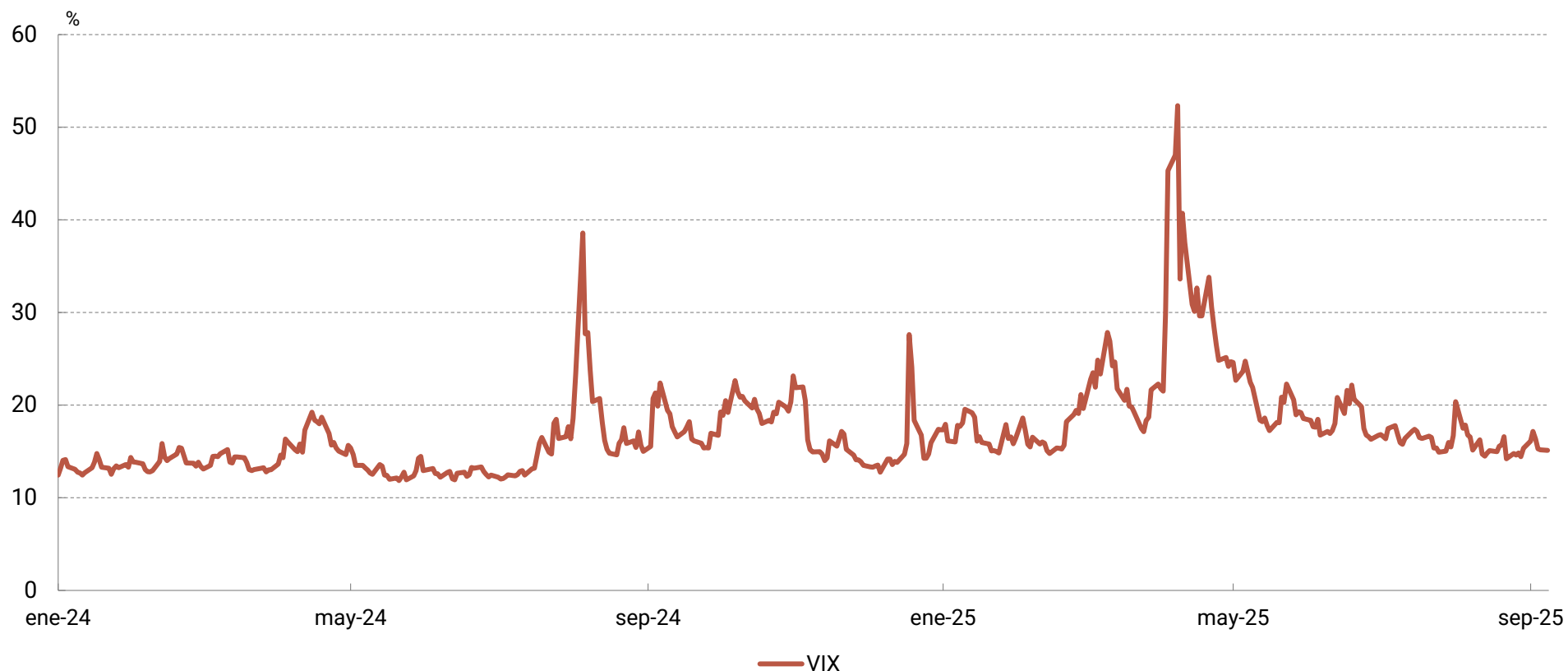
4. SECTOR PÚBLICO

5. MERCADO DE TRABAJO

6. RIESGOS

7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

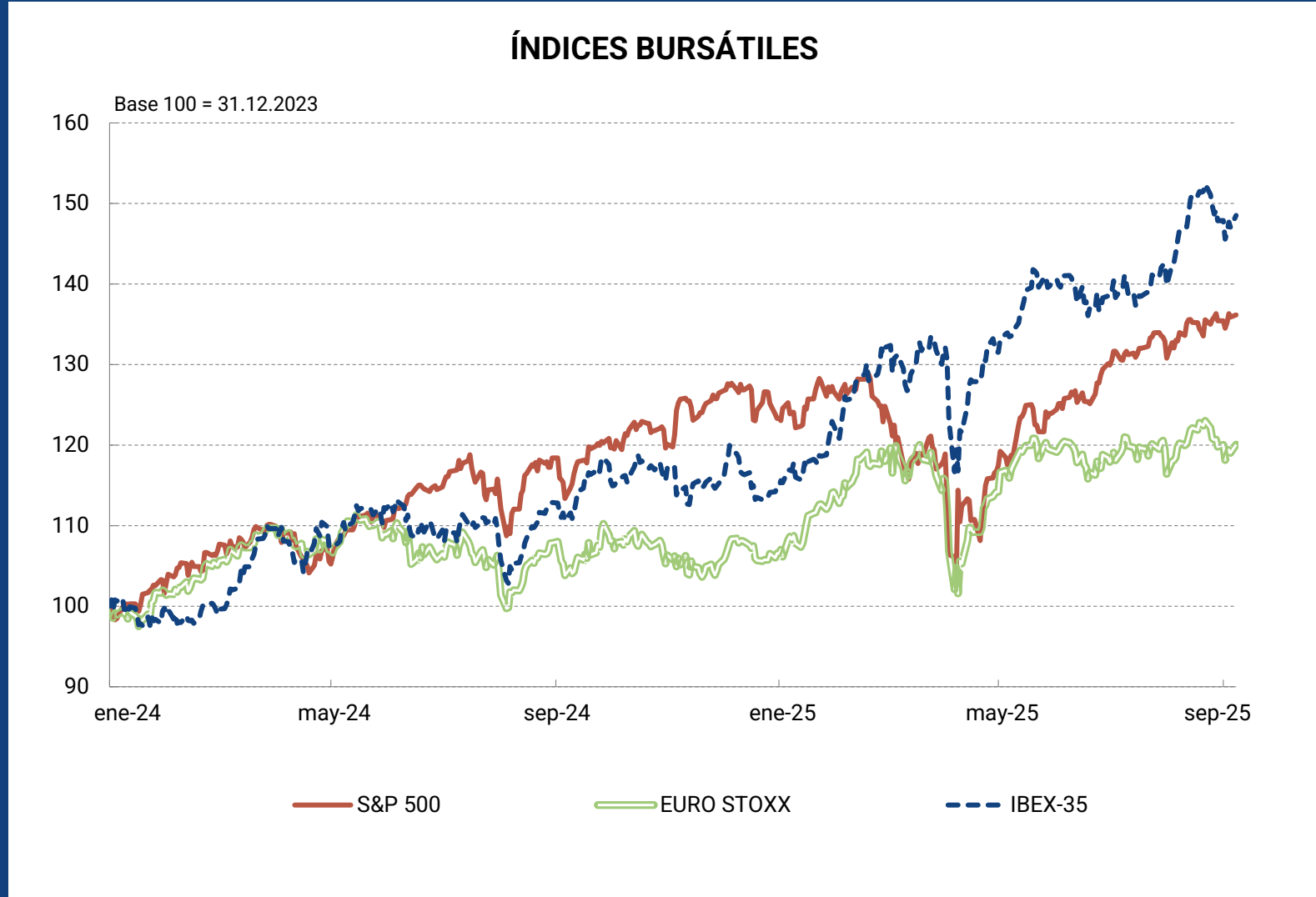
ÍNDICE DE VOLATILIDAD EN TIEMPO REAL (VIX)



Fuente: Bloomberg Data License. Última observación: 8 de septiembre.

...Y SE HA OBSERVADO UNA EVOLUCIÓN POSITIVA DE LOS ÍNDICES BURSÁTILES EN EE.UU. Y RELATIVAMENTE ESTABLE EN EL ÁREA DEL EURO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



- El índice S&P 500 registra nuevos **máximos históricos** apoyado por los buenos resultados corporativos, en especial los del sector tecnológico
- En el área del euro la evolución ha sido más contenida, aunque con **avances significativos en el sector bancario** que se han trasladado al Ibex-35

Fuente: Bloomberg Data License. Última observación: 8 de septiembre.

LOS MERCADOS ESPERAN NUEVOS DESCENSOS DEL TIPO DE INTERÉS OFICIAL EN ESTADOS UNIDOS...

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO

2. ACTIVIDAD

2.1 REVISIÓN

2.2 DATOS

2.3 JUICIO

2.4 SENDA DE PREVISIÓN

3. INFLACIÓN

3.1 REVISIÓN

3.2 DATOS

3.3 SENDA DE PREVISIÓN

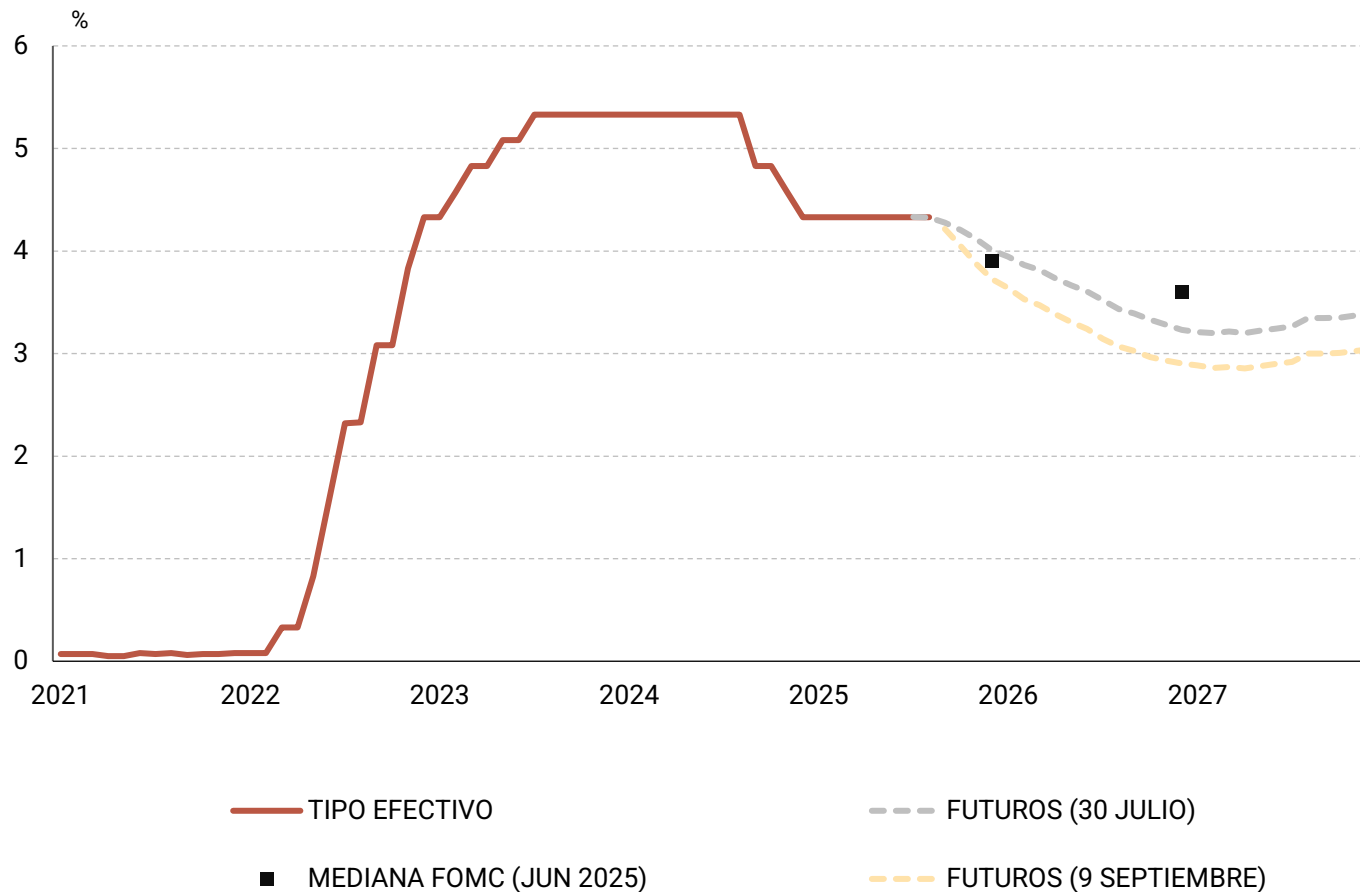
4. SECTOR PÚBLICO

5. MERCADO DE TRABAJO

6. RIESGOS

7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

TIPO EFECTIVO DE LOS FONDOS FEDERALES

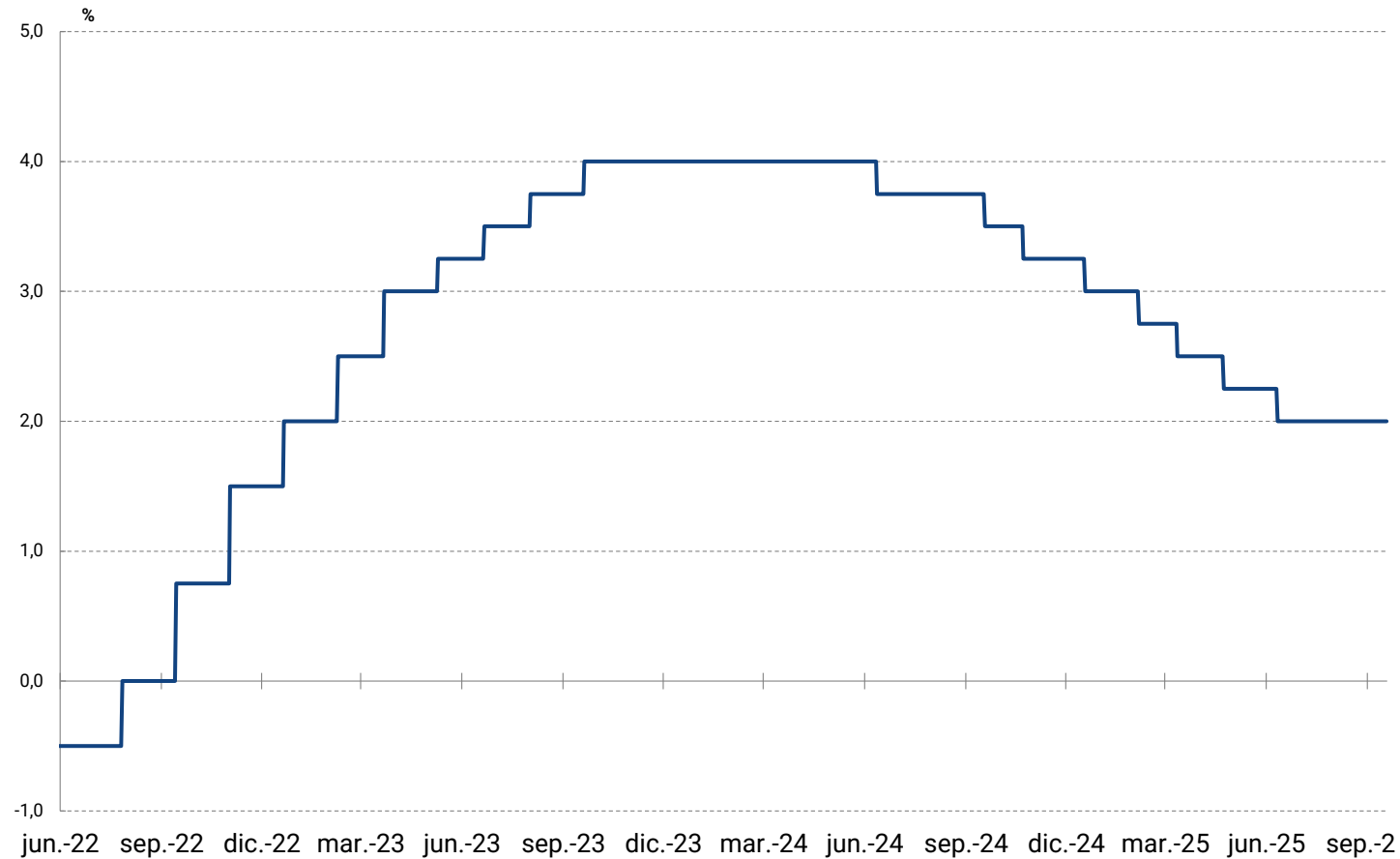


- Los mercados descuentan una reducción del tipo oficial en 25 pb en septiembre y **tienden a anticipar un total de 75 pb hasta finales de 2025**
- De acuerdo con las comunicaciones recientes del Presidente de la Reserva Federal, **los riesgos para la inflación se inclinan al alza, mientras que los riesgos para el empleo se orientan a la baja**

...MIENTRAS EL BCE MANTUVO LOS TIPOS DE INTERÉS OFICIALES EN EL 2% EN SU REUNIÓN DE SEPTIEMBRE POR SEGUNDA VEZ CONSECUTIVA

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

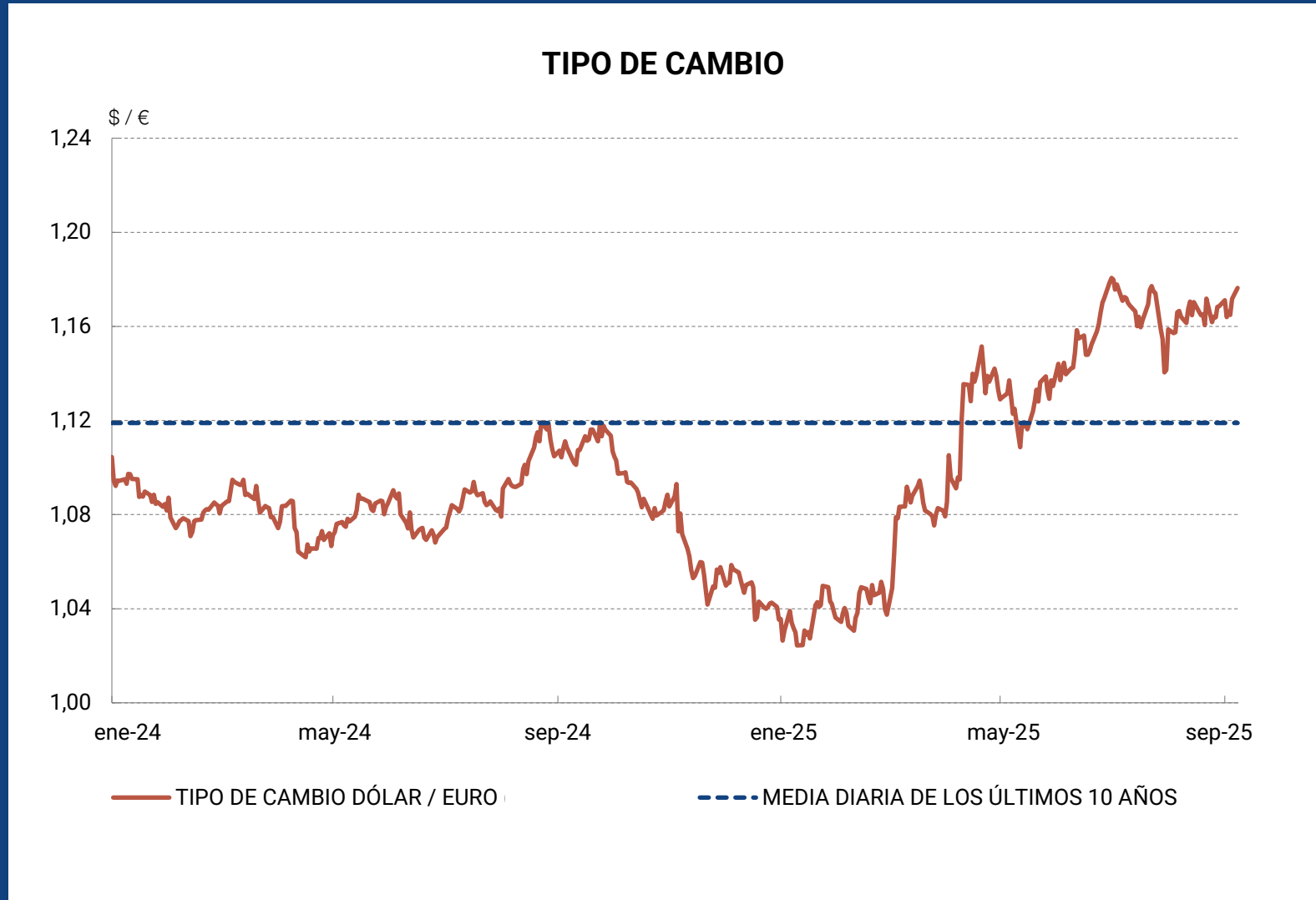
TIPOS DE INTERÉS OFICIALES DE LA FACILIDAD DE DEPÓSITO DEL BCE



- La inflación se sitúa actualmente en torno al **objetivo del 2 % a medio plazo** y la valoración del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación se mantiene prácticamente sin cambios

EN LAS ÚLTIMAS SEMANAS, SE HA ESTABILIZADO EL TIPO DE CAMBIO DEL EURO FRENTE AL DÓLAR

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



- Es reflejo de una cierta recuperación del **apetito por el dólar** por parte de los inversores internacionales
- El euro se sitúa actualmente en un nivel algo más apreciado frente al dólar que el del promedio de los últimos 10 años

Fuente: Bloomberg Data License. Última observación: 8 de septiembre.

LOS NUEVOS SUPUESTOS TÉCNICOS DEL EJERCICIO DE PREVISIONES INCORPORAN UNOS PRECIOS DE LA ENERGÍA ALGO MÁS ELEVADOS

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO

2. ACTIVIDAD

2.1 REVISIÓN

2.2 DATOS

2.3 JUICIO

2.4 SENDA DE PREVISIÓN

3. INFLACIÓN

3.1 REVISIÓN

3.2 DATOS

3.3 SENDA DE PREVISIÓN

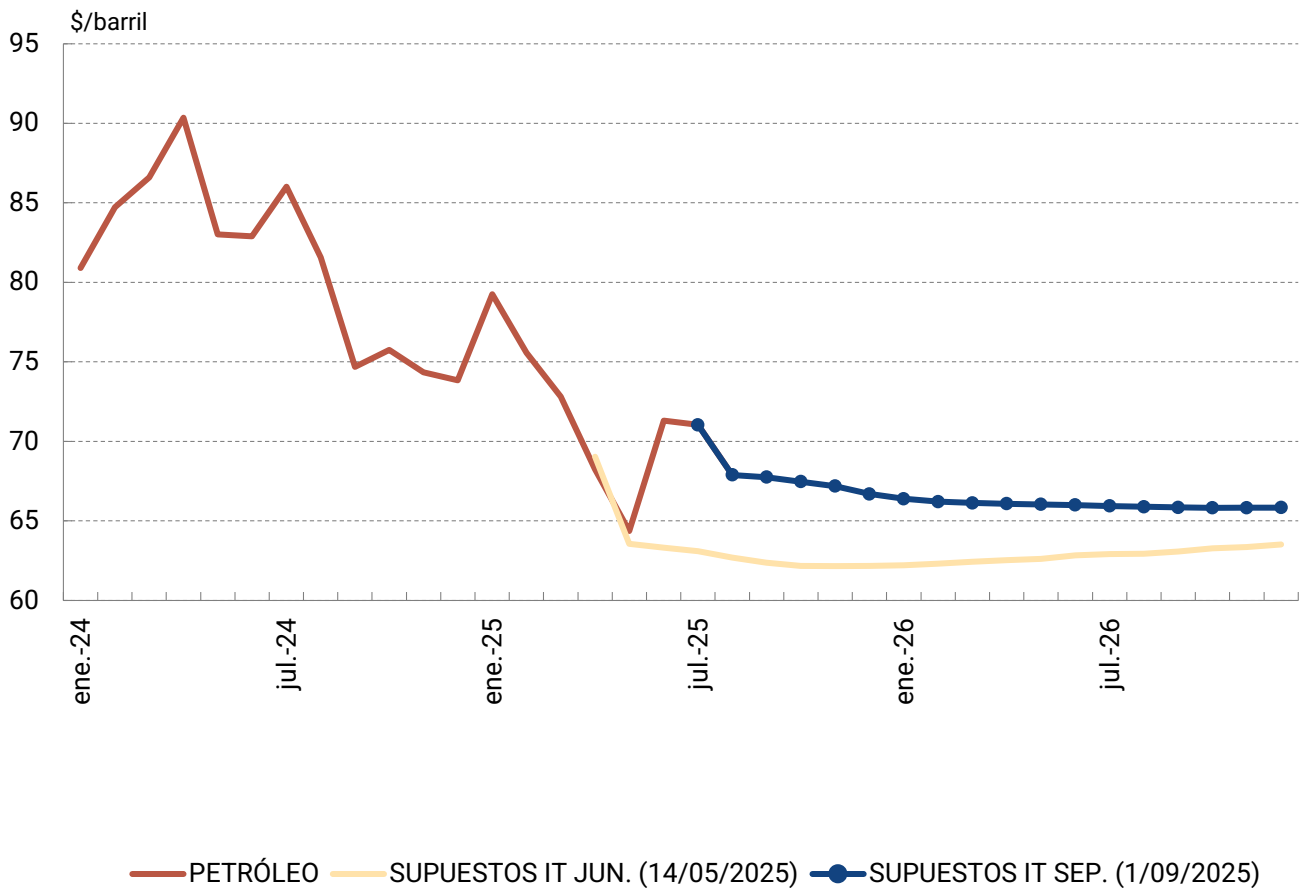
4. SECTOR PÚBLICO

5. MERCADO DE TRABAJO

6. RIESGOS

7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DEL PETRÓLEO



- La apreciación del euro frente al dólar mitigó parte del efecto del aumento de los precios internacionales del petróleo en dólares



ÍNDICE

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. **ACTIVIDAD**
 - 2.1 Revisión
 - 2.2 Datos
 - 2.3 Juicio
 - 2.4 Senda de previsión
3. INFLACIÓN
 - 3.1 Revisión
 - 3.2 Datos
 - 3.3 Senda de previsión
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

% de variación interanual	2025	2025 - S1	2025 - S2	2026	2026 - S1	2026 - S2
PIB	2,6	2,8	2,5	1,8	2,0	1,7
CONSUMO PRIVADO	3,1	3,6	2,6	2,0	2,2	1,8
CONSUMO PÚBLICO	1,9	2,0	1,8	1,7	2,6	0,9
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL	5,0	5,1	5,9	2,5	2,4	2,0
DEMANDA EXTERIOR (a)	-0,5	-0,5	-0,5	-0,2	-0,4	0,0
INFLACIÓN	2,5	2,4	2,7	1,7	1,7	1,8
INFLACIÓN SUBYACENTE	2,4	2,5	2,4	2,1	2,2	2,1
EMPLEO	2,6			1,3		
TASA DE PARO (% de la población activa)	10,5			10,2		
CAPACIDAD (+) / NECESIDAD DE FINANCIACIÓN DE LAS AAPP. (% del PIB)	-2,5			-2,3		
DEUDA PÚBLICA (% del PIB)	100,7			100,4		

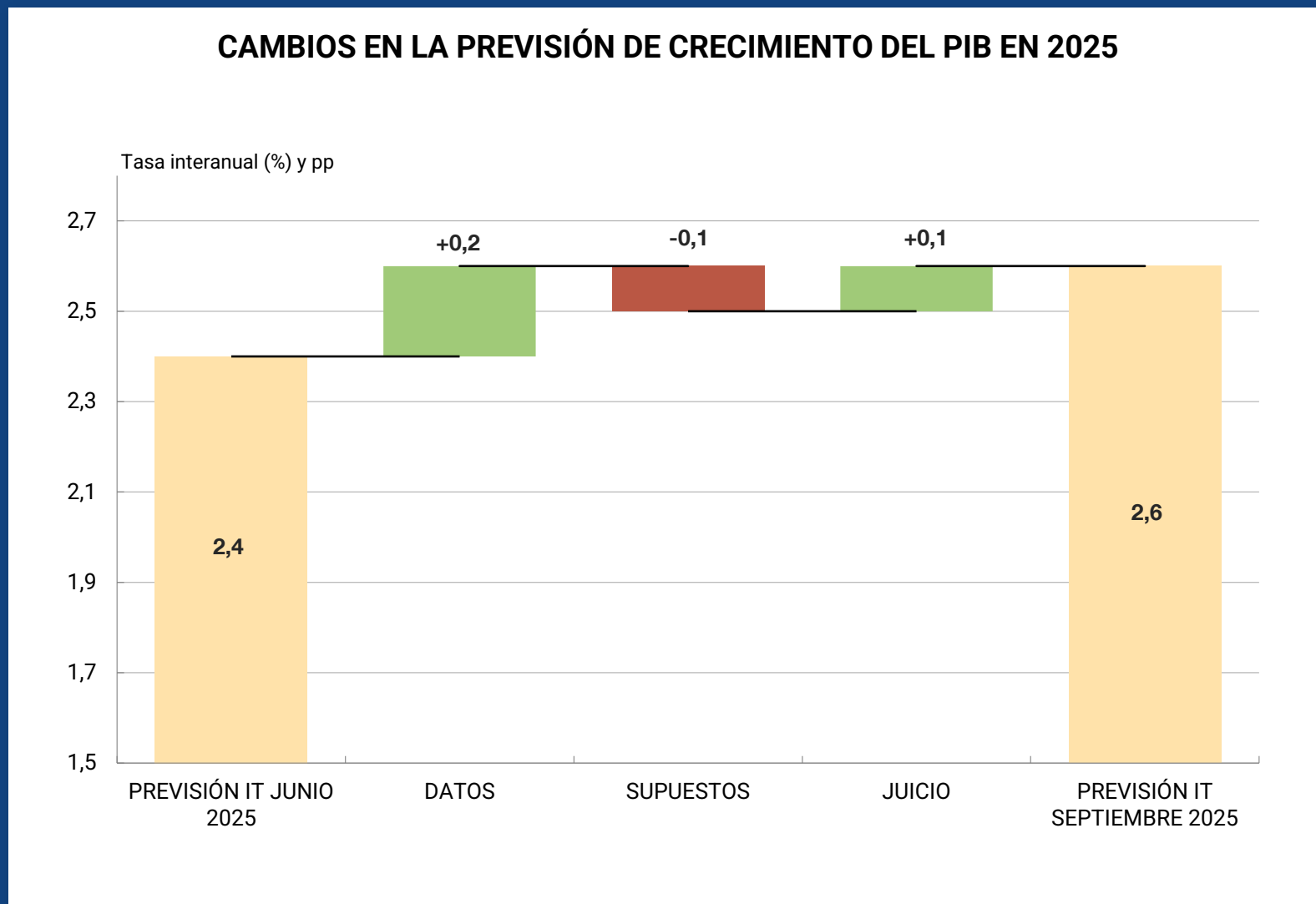
Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. NOTA: Último dato publicado de la CNTR: avance del segundo trimestre de 2025.

Fecha de cierre de las proyecciones: 4 de septiembre de 2025.

(a) Contribución al crecimiento.

EL CRECIMIENTO DEL PIB PREVISTO PARA 2025 SE REVISA AL ALZA EN DOS DÉCIMAS DESDE EL 2,4% HASTA EL 2,6% RESPECTO AL EJERCICIO DE PROYECCIONES DE JUNIO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

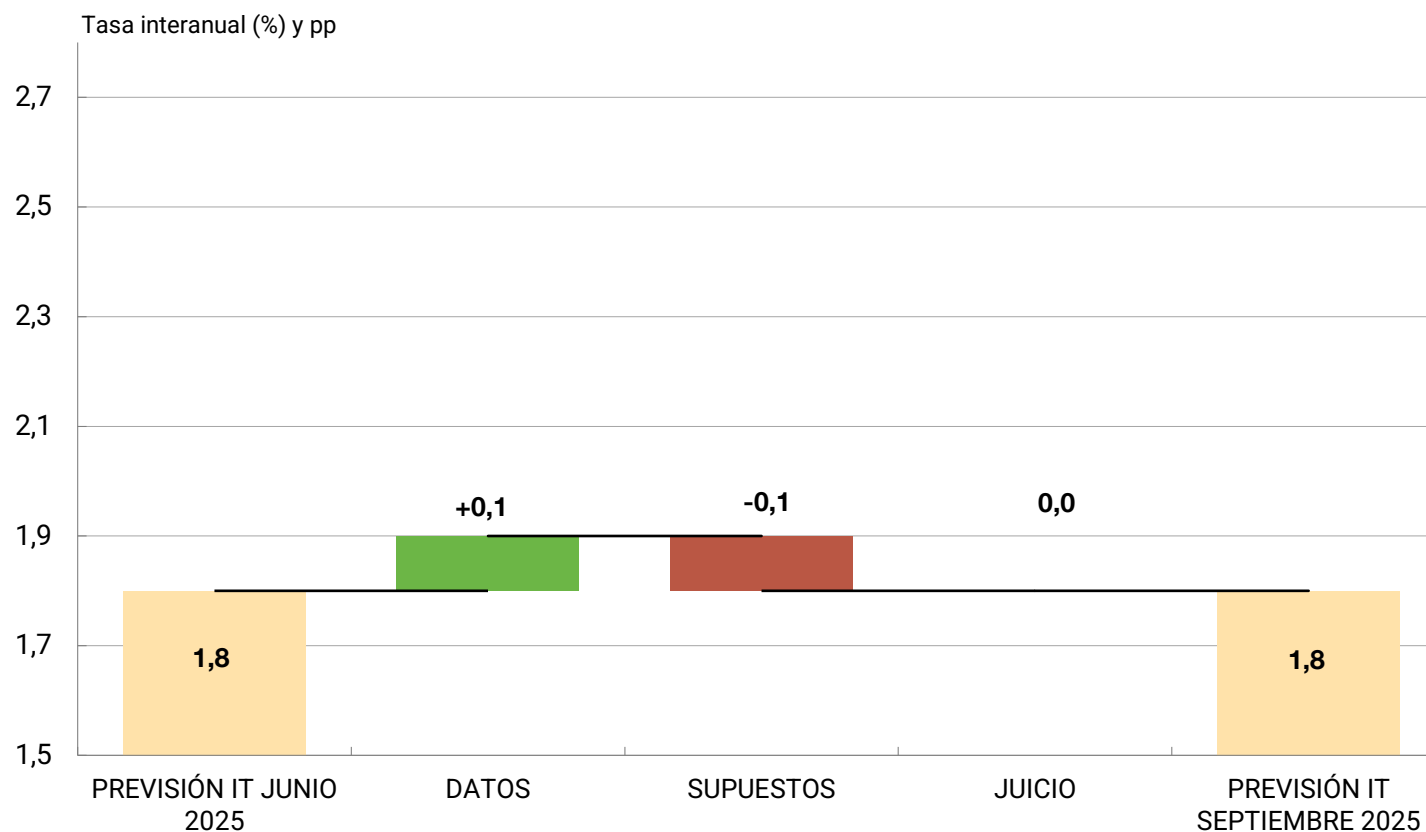


- **Datos:** sorpresa positiva en el crecimiento del PIB en el segundo trimestre.
- **Supuestos:** revisión a la baja por los mayores precios de la energía y la apreciación del euro
- **Juicio:** mayor dinamismo de la actividad en el trimestre en curso de acuerdo con los indicadores disponibles

EL CRECIMIENTO DEL PIB PREVISTO PARA 2026 SE MANTIENE ESTABLE

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2026

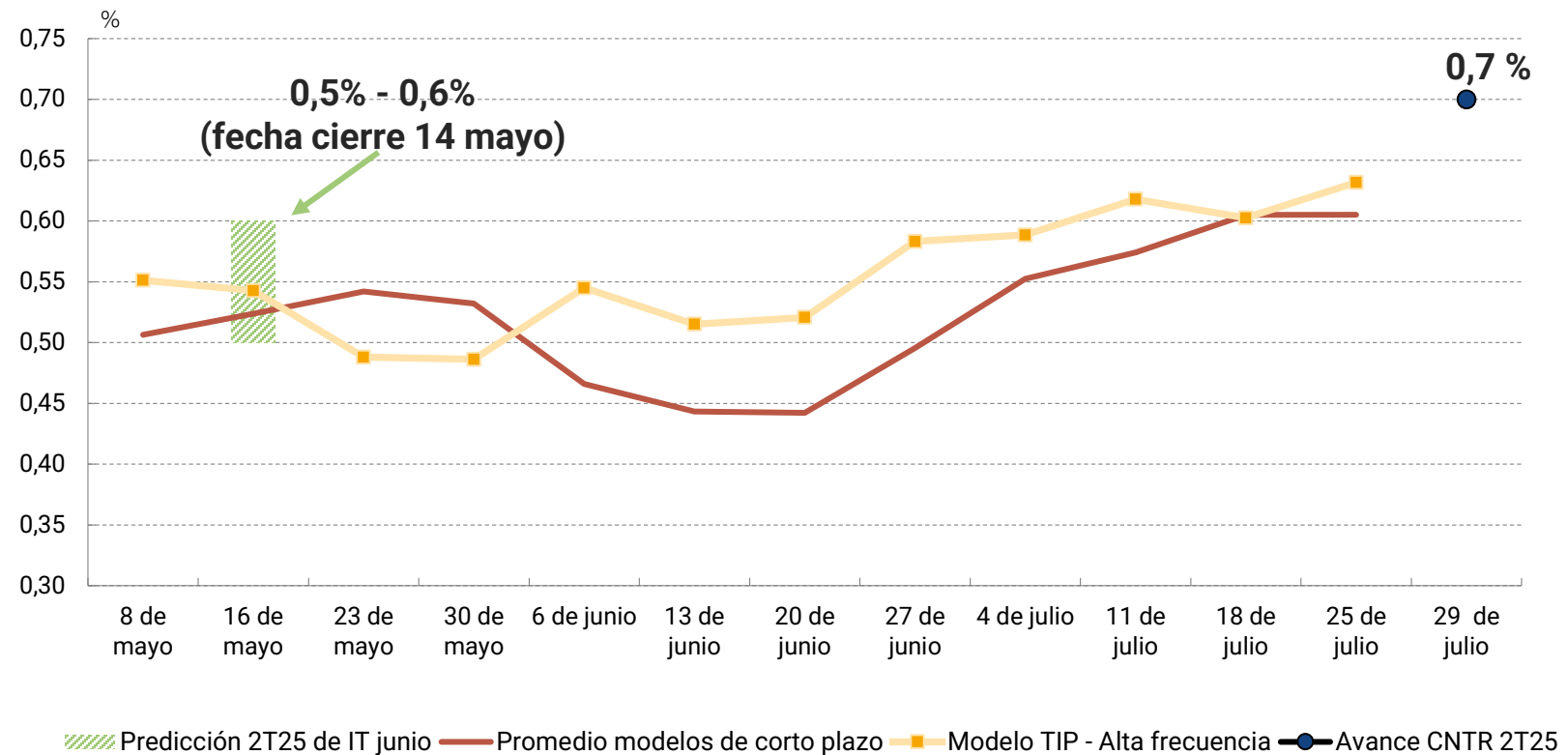


- **Datos:** efecto arrastre de un 2025 mejor de lo esperado
- **Supuestos:** revisión a la baja por los mayores precios de la energía, la apreciación del euro y desaceleración de los mercados de exportación
- **Juicio:** se mantiene sin cambios respecto al ejercicio de junio

EL AVANCE DEL PIB REPUNTÓ HASTA EL 0,7% EN EL SEGUNDO TRIMESTRE, REFLEJANDO UNA CIERTA ACELERACIÓN DE LA ACTIVIDAD EN EL MES DE JUNIO

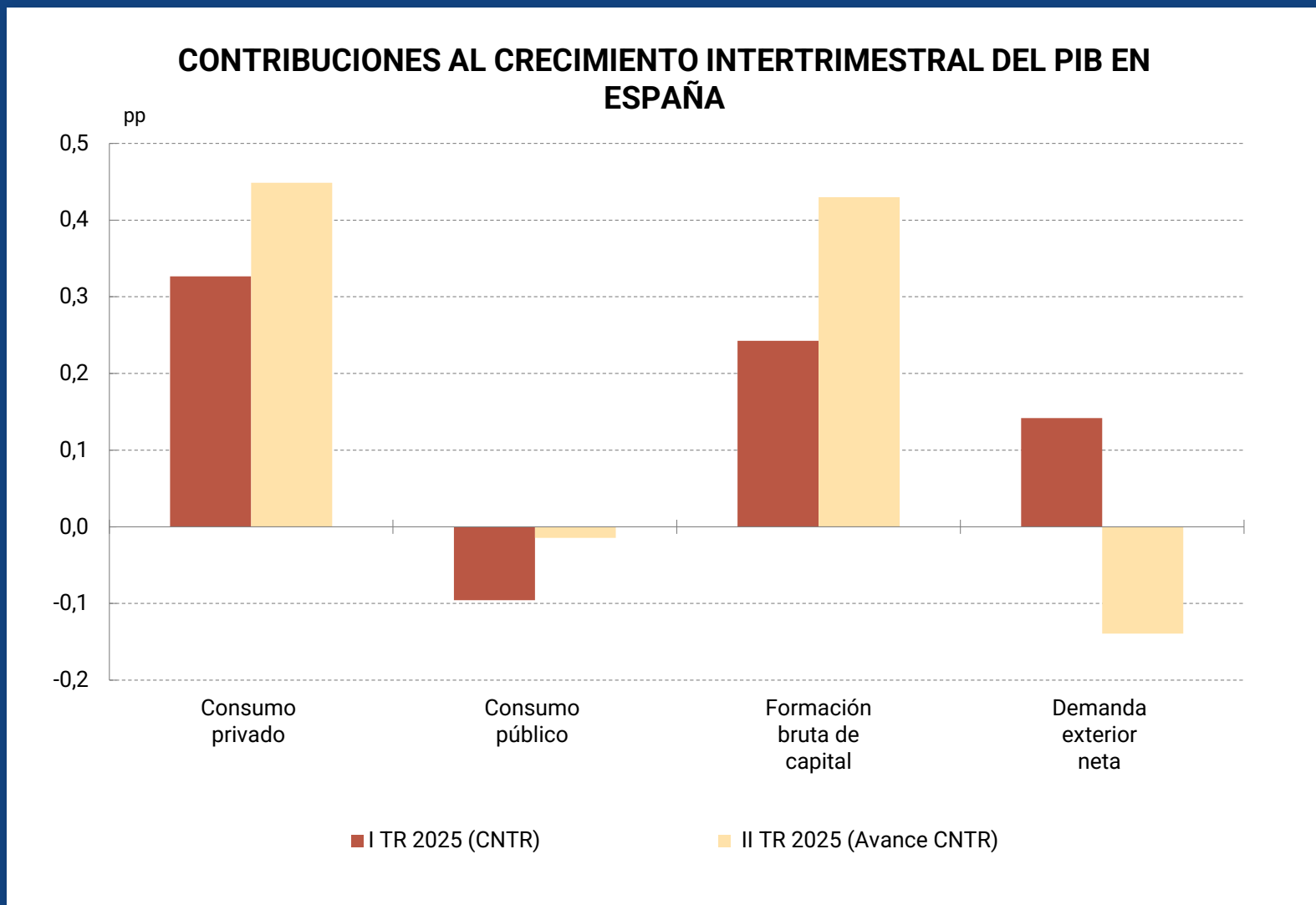
1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CORTO PLAZO PARA EL CRECIMIENTO DEL PIB - 2T25



EL CONSUMO PRIVADO Y LA INVERSIÓN FUERON LOS PRINCIPALES MOTORES DEL CRECIMIENTO EN EL SEGUNDO TRIMESTRE

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

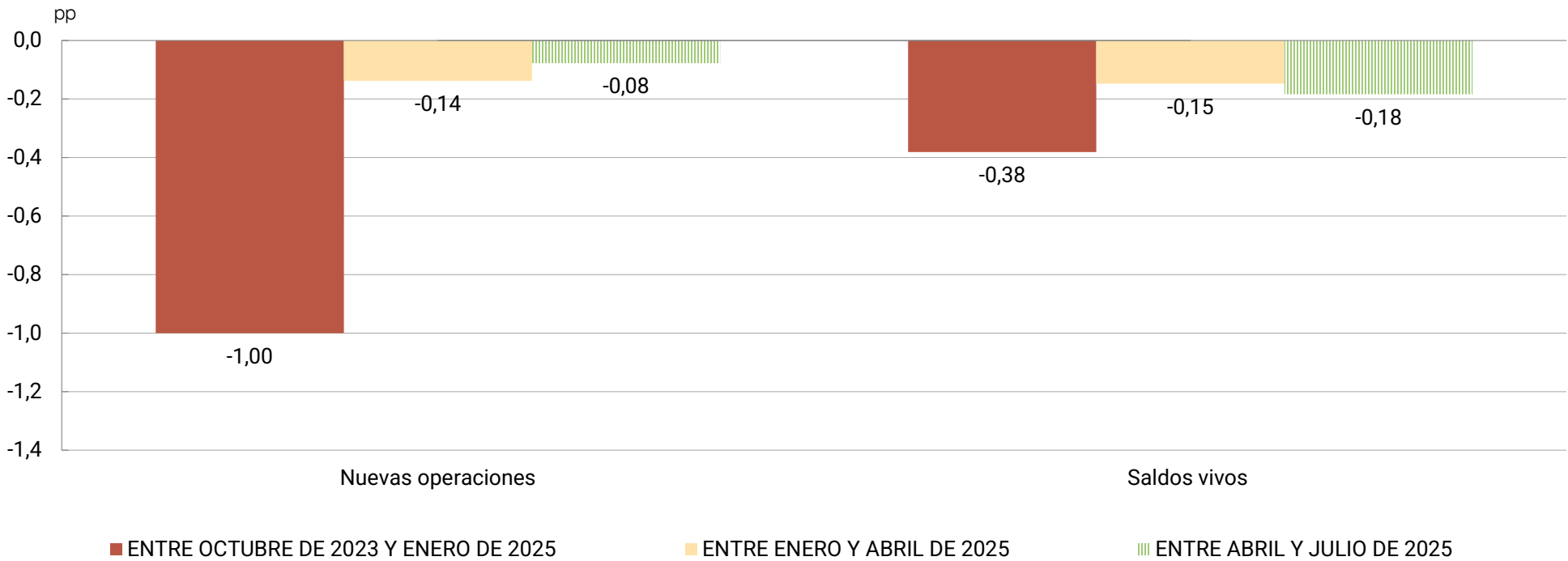


- En el segundo trimestre sorprendió al alza el **dinamismo de la demanda interna**, tanto del consumo privado (+0,8%) como de la inversión (+2,1%)
- Por el contrario, la **demanda externa restó algo más de una décima al crecimiento del PIB**

EL COSTE DE LAS HIPOTECAS NUEVAS CONTINUÓ DISMINUYENDO EN LOS ÚLTIMOS MESES, AUNQUE A UN RITMO ALGO MÁS LENTO

- 1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
- 2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
- 3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
- 4. SECTOR PÚBLICO
- 5. MERCADO DE TRABAJO
- 6. RIESGOS
- 7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

VARIACIÓN DEL COSTE DEL CRÉDITO A LOS HOGARES PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA DURANTE LA FASE DE NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

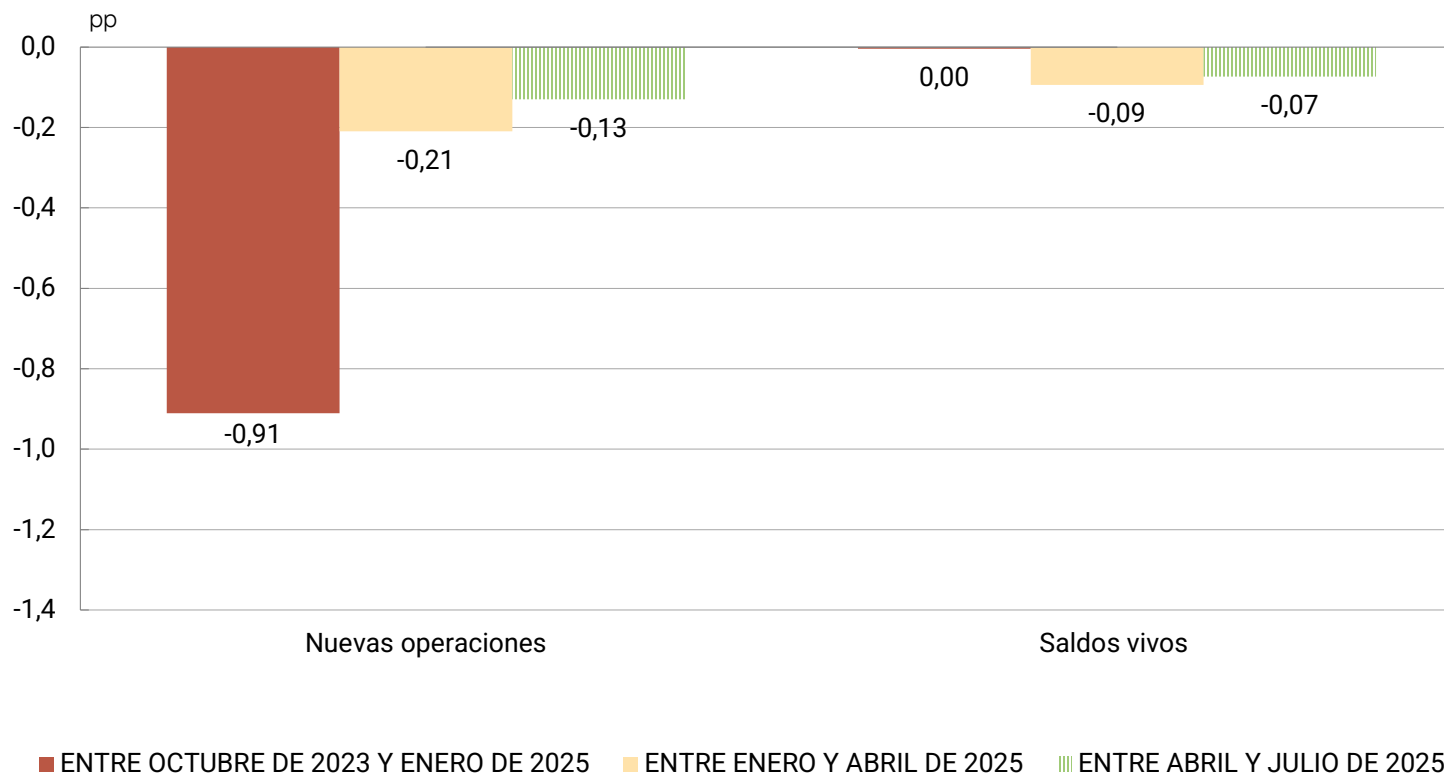


Fuente: Banco de España. Tipos efectivos definición restringida (TEDR) ajustados por componente estacional e irregular.

AL IGUAL QUE EL COSTE DE LOS PRÉSTAMOS NUEVOS PARA CONSUMO Y OTROS FINES

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

VARIACIÓN DEL COSTE DEL CRÉDITO A HOGARES PARA CONSUMO Y OTROS FINES DURANTE LA FASE DE NORMALIZACIÓN DE LA POLÍTICA MONETARIA

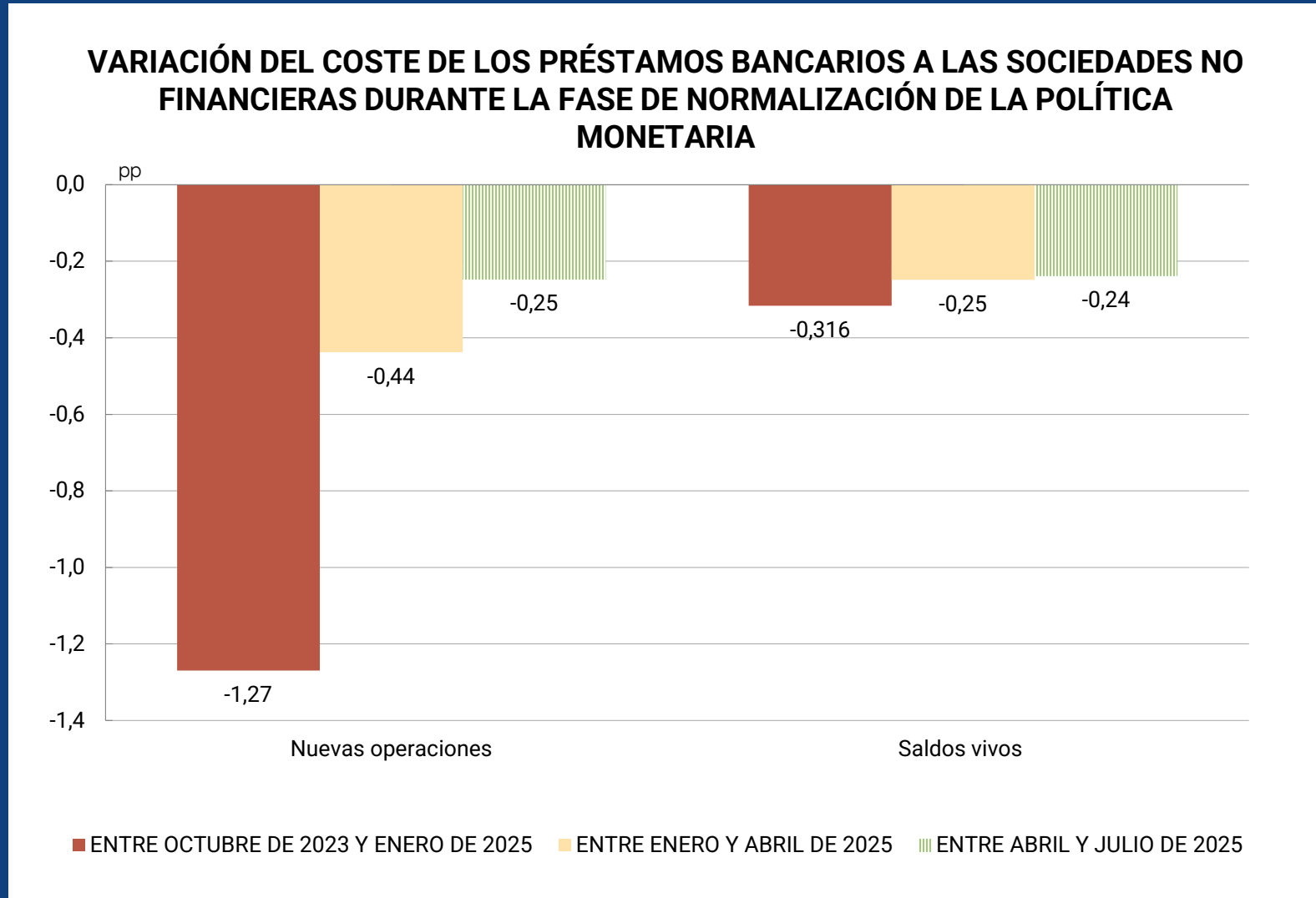


- La reducción del coste del saldo de préstamos para consumo y otros fines entre abril y julio ha sido similar a la observada entre enero y abril.

Fuente: Banco de España. Tipos efectivos definición restringida (TEDR) ajustados por componente estacional e irregular.

EL COSTE DEL CRÉDITO NUEVO A LAS EMPRESAS TAMBIÉN SE REDUJO MENOS QUE EN LOS MESES ANTERIORES

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

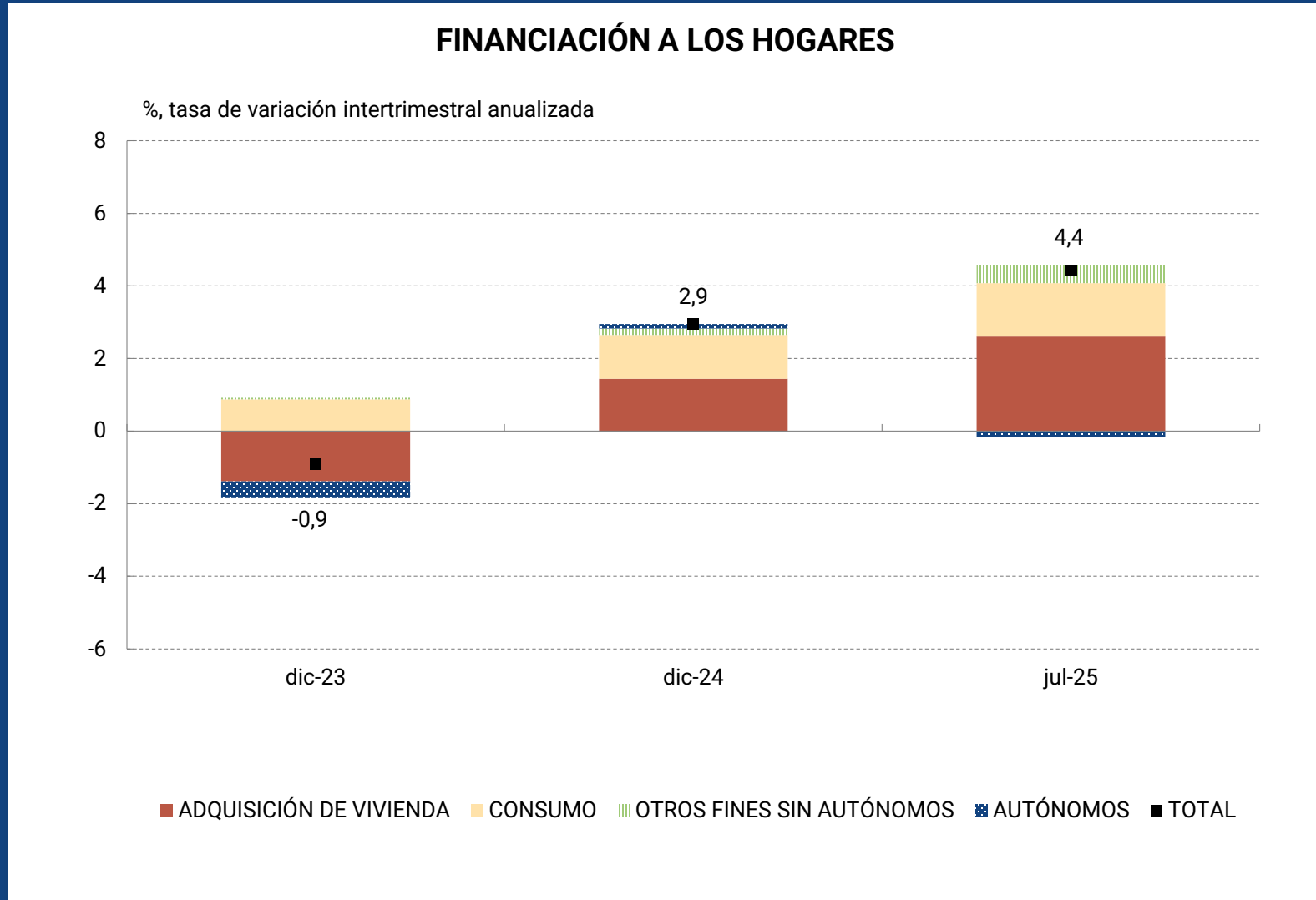


- La reducción del coste de las nuevas operaciones entre abril y julio ha sido unos 20 pb inferior a la observada entre enero y abril; en cambio, la caída del coste del saldo vivo ha sido similar.

Fuente: Banco de España. Tipos efectivos definición restringida (TEDR) ajustados por componente estacional e irregular.

EN ESTE CONTEXTO DE MENORES TIPOS DE INTERÉS, SE MANTUVO EL ELEVADO DINAMISMO DEL CRÉDITO A HOGARES

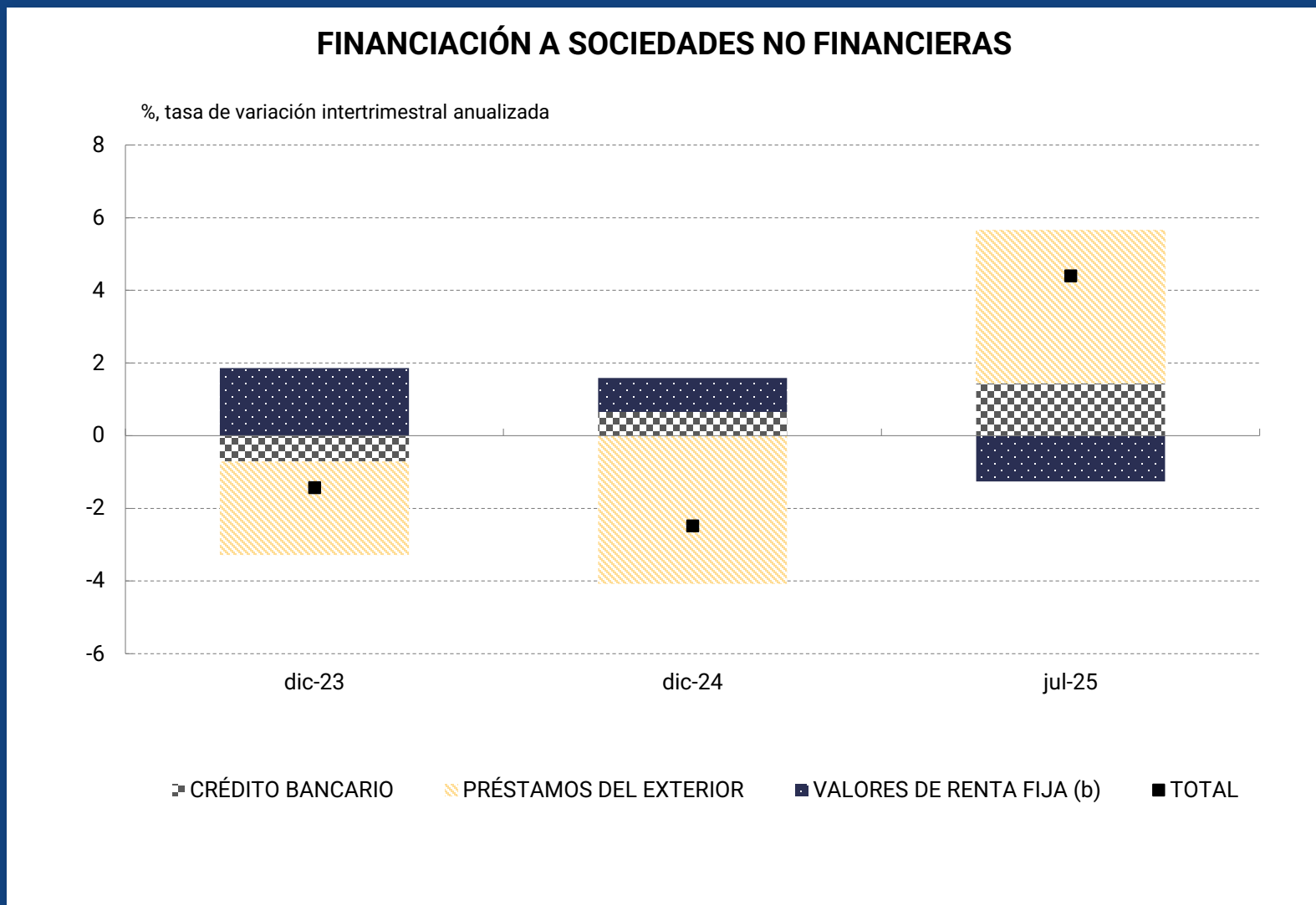
1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



- El vigor mostrado por la financiación de vivienda y de consumo continuaron impulsando el crecimiento del crédito a hogares
- En cambio, el saldo de préstamos concedidos a los autónomos continuó reduciéndose

Y LA FINANCIACIÓN A EMPRESAS TAMBIÉN CONTINUÓ EXPANDIÉNDOSE, APOYADA EN LOS PRÉSTAMOS DEL EXTERIOR Y CRÉDITO BANCARIO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



- El repunte de la financiación a las empresas se ha apoyado en los préstamos del exterior y, en menor medida, en los préstamos bancarios
- El saldo de financiación mediante valores de renta fija ha seguido reduciéndose

Fuente: Banco de España. Datos desestacionalizados. Los valores emitidos en el exterior se excluyen de los préstamos de no residentes y se incluyen en valores de renta fija.

EL DESCENSO DE LOS PAGOS POR INTERESES PERMITIÓ UNA REDUCCIÓN DE LA CARGA FINANCIERA EN EL PRIMER SEMESTRE, A PESAR DEL MAYOR VOLUMEN DE DEUDA

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO

2. ACTIVIDAD

2.1 REVISIÓN

2.2 DATOS

2.3 JUICIO

2.4 SENDA DE PREVISIÓN

3. INFLACIÓN

3.1 REVISIÓN

3.2 DATOS

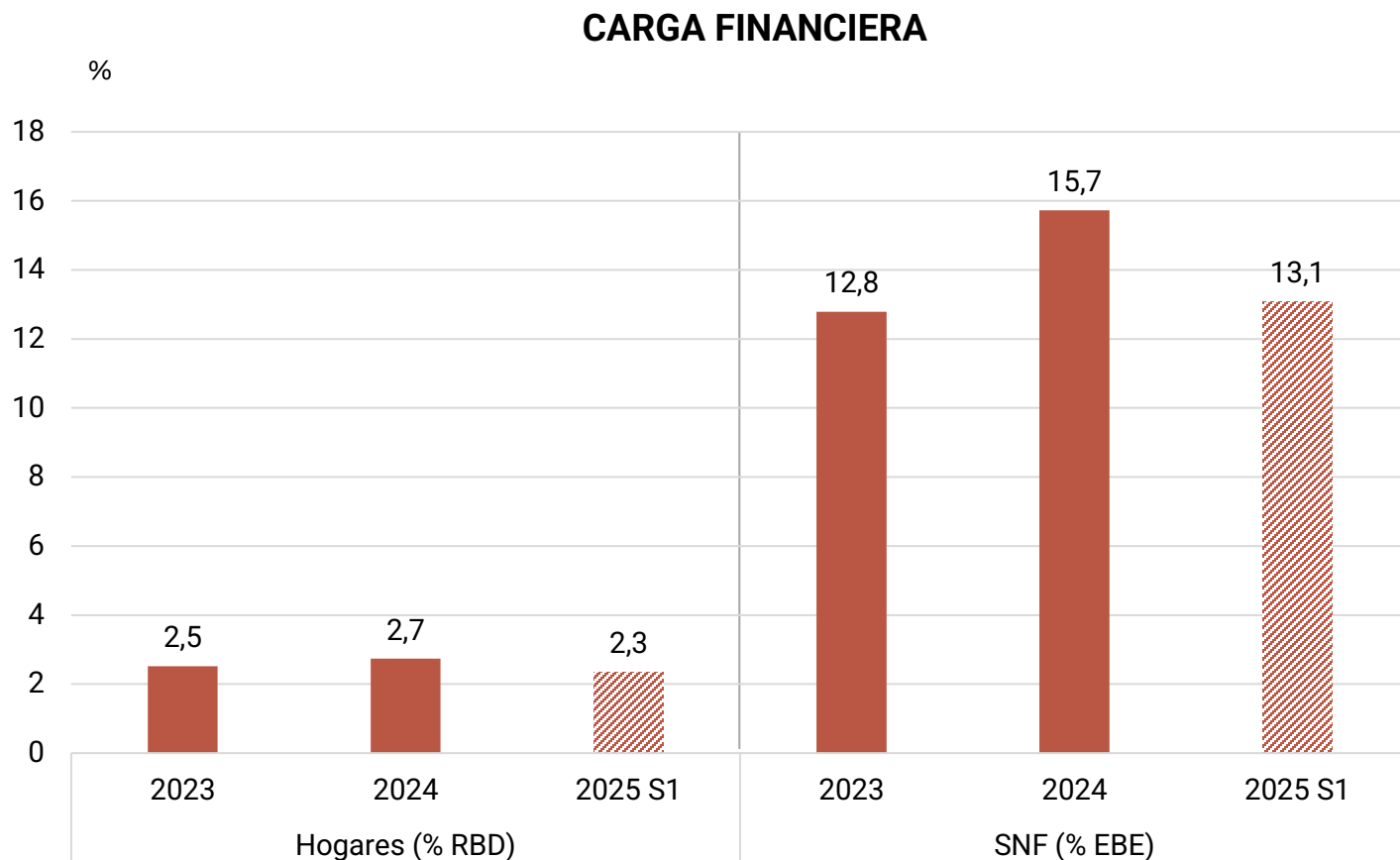
3.3 SENDA DE PREVISIÓN

4. SECTOR PÚBLICO

5. MERCADO DE TRABAJO

6. RIESGOS

7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



- El aumento de la RBD también favoreció el descenso de la carga financiera de los hogares.

Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Los pagos por intereses son flujos trimestrales de caja, no están ajustados por los Servicios de Intermediación Financiera Medidos Indirectamente (SIFMI). Los datos del primer semestre de 2025 son una estimación.

LA RIQUEZA REAL DE LAS FAMILIAS SE INCREMENTÓ EN EL PRIMER SEMESTRE, DEBIDO FUNDAMENTALMENTE AL INCREMENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO

2. ACTIVIDAD

2.1 REVISIÓN

2.2 DATOS

2.3 JUICIO

2.4 SENDA DE PREVISIÓN

3. INFLACIÓN

3.1 REVISIÓN

3.2 DATOS

3.3 SENDA DE PREVISIÓN

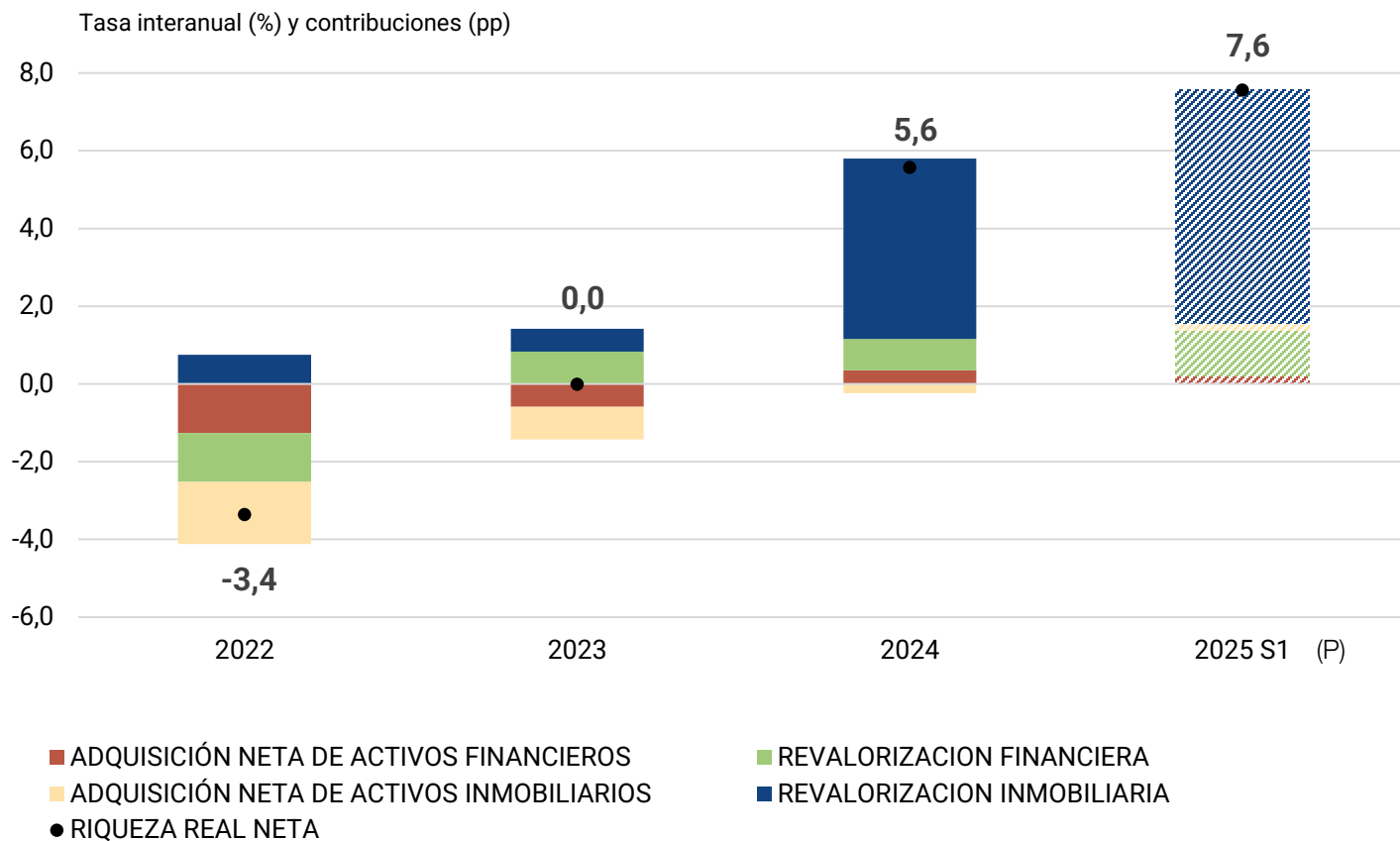
4. SECTOR PÚBLICO

5. MERCADO DE TRABAJO

6. RIESGOS

7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

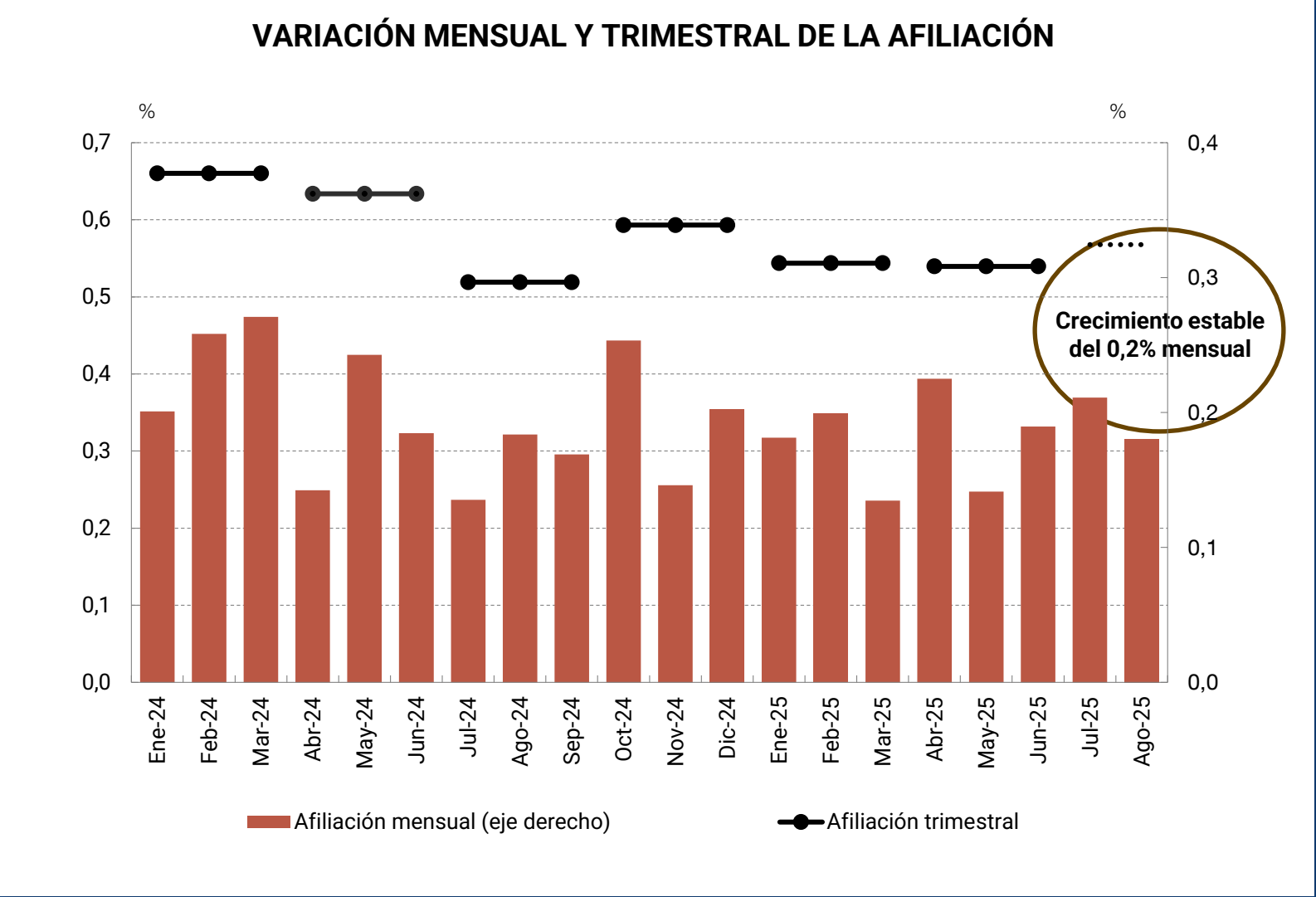
RIQUEZA BRUTA REAL



- Las transacciones netas de activos fueron negativas en términos reales
- El incremento intertrimestral del 2,9 % en el precio de la vivienda en el segundo trimestre, medido en términos reales, anticipa un nuevo repunte en la riqueza de las familias

LA INFORMACIÓN COYUNTURAL MÁS RECIENTE APUNTA A UN NOTABLE DINAMISMO DURANTE EL TERCER TRIMESTRE

- 1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
- 2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
- 3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
- 4. SECTOR PÚBLICO
- 5. MERCADO DE TRABAJO
- 6. RIESGOS
- 7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

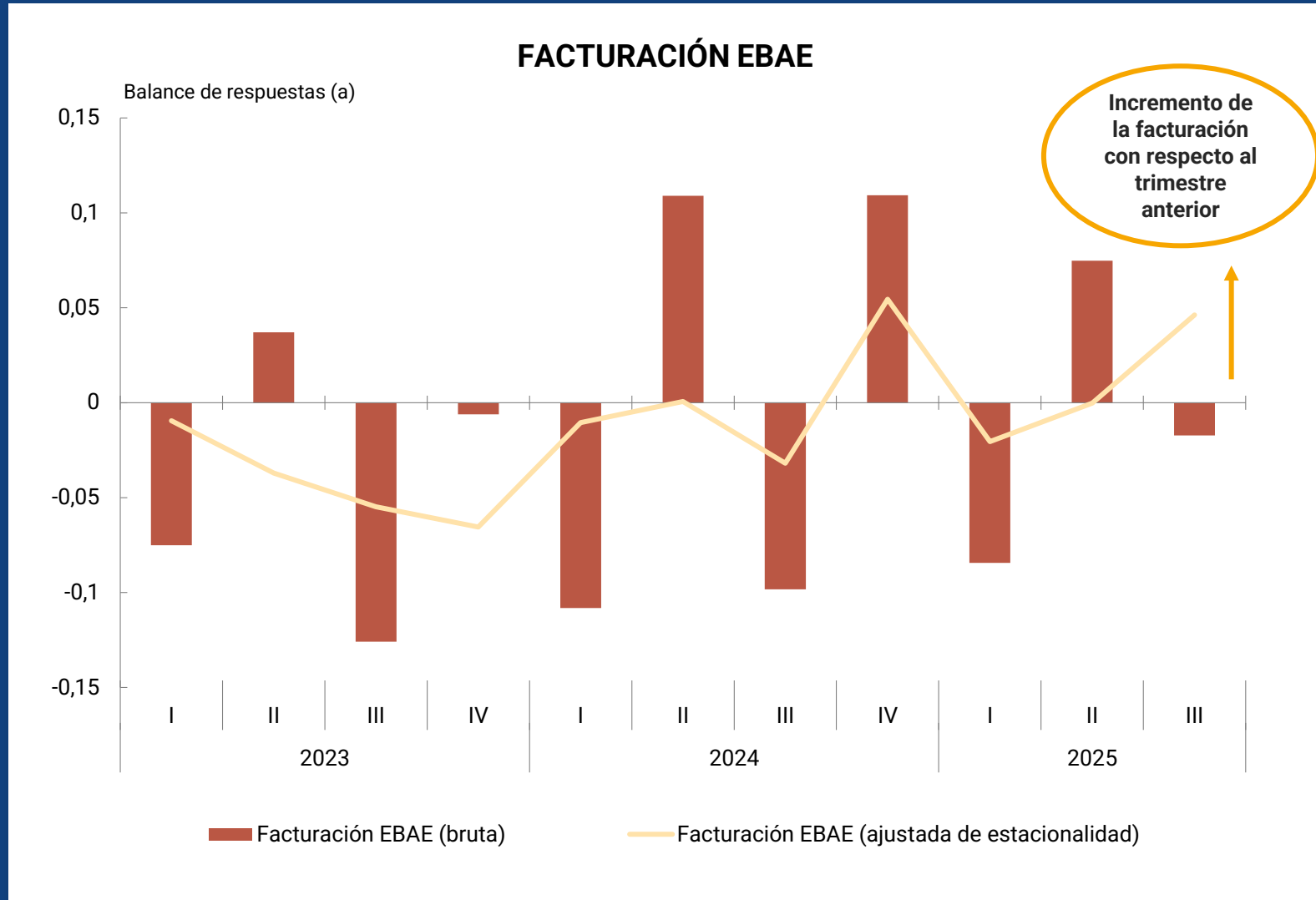


- Por su parte, los **índices de gestores de compras (PMIs)** están mostrando un buen comportamiento en lo que va de trimestre, con un aumento de 3,2 pp en las manufacturas y de 2 pp en los servicios

Fuentes: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y Banco de España.
Nota: Series desestacionalizadas.

ADEMÁS, LA FACTURACIÓN EMPRESARIAL HABRÍA REPUNTADO ESTE TRIMESTRE DE ACUERDO CON LA EBAE

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



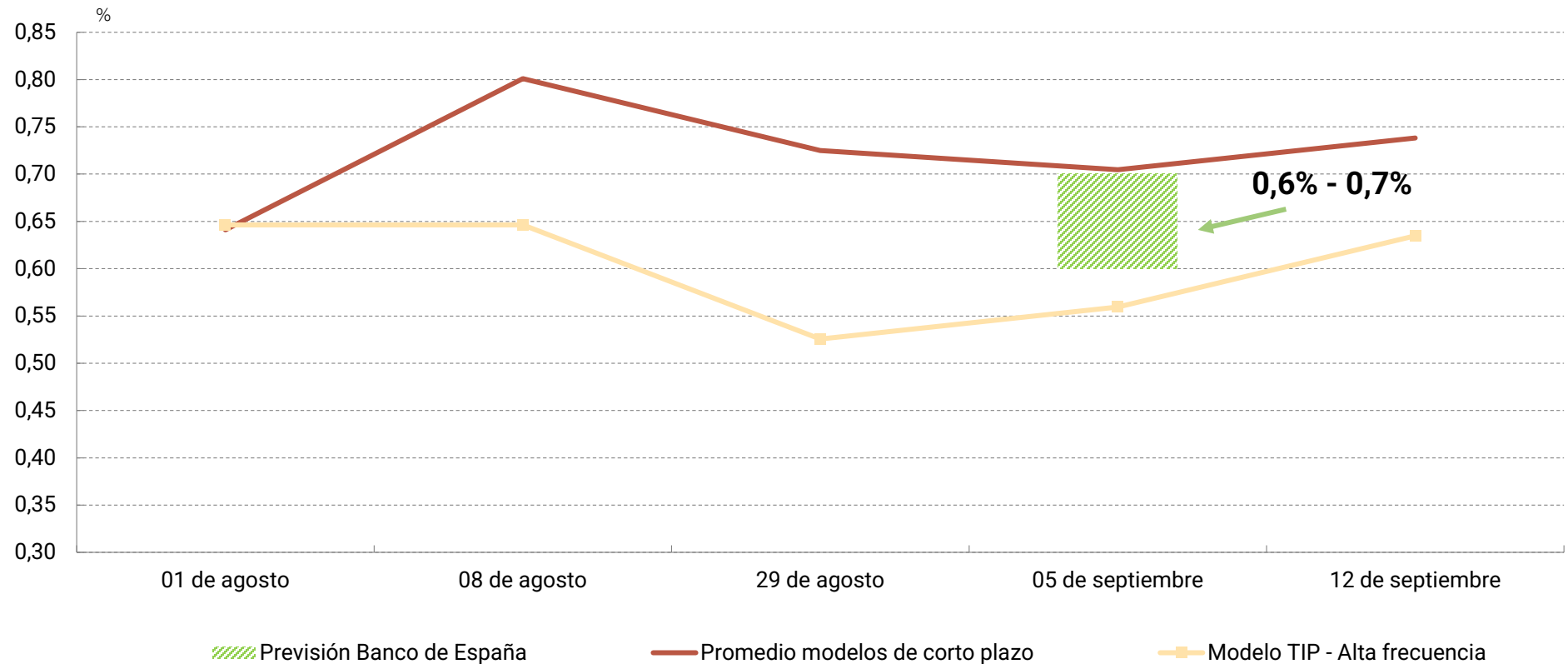
- La **incertidumbre** se mantiene como el principal condicionante de su actividad, aunque su incidencia negativa se ha reducido algo en este trimestre
- Se mantienen elevados los problemas de **disponibilidad de mano de obra**

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

LOS MODELOS DE PREVISIÓN DISPONIBLES APUNTAN A UN CRECIMIENTO DE ENTRE EL 0,6 Y EL 0,7% EN EL TERCER TRIMESTRE

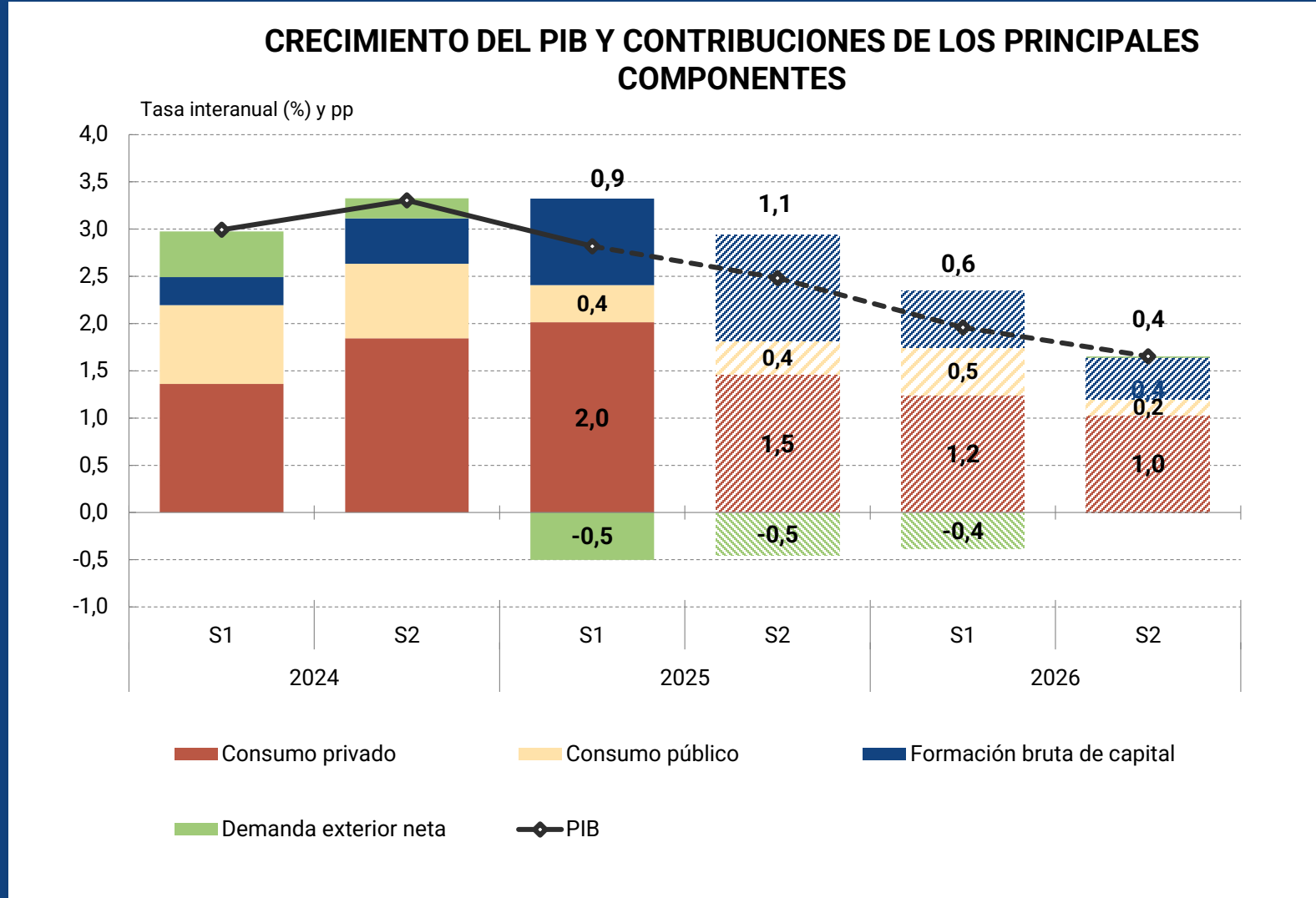
- 1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
- 2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
- 3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
- 4. SECTOR PÚBLICO
- 5. MERCADO DE TRABAJO
- 6. RIESGOS
- 7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

EVOLUCIÓN DE LAS PREVISIONES DE CORTO PLAZO PARA EL CRECIMIENTO DEL PIB - 3T25



EL CRECIMIENTO EN LOS PRÓXIMOS AÑOS SE DESACELERARÁ GRADUALMENTE HACIA TASAS CERCANAS AL POTENCIAL Y SE APOYARÁ EN LA DEMANDA INTERNA

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

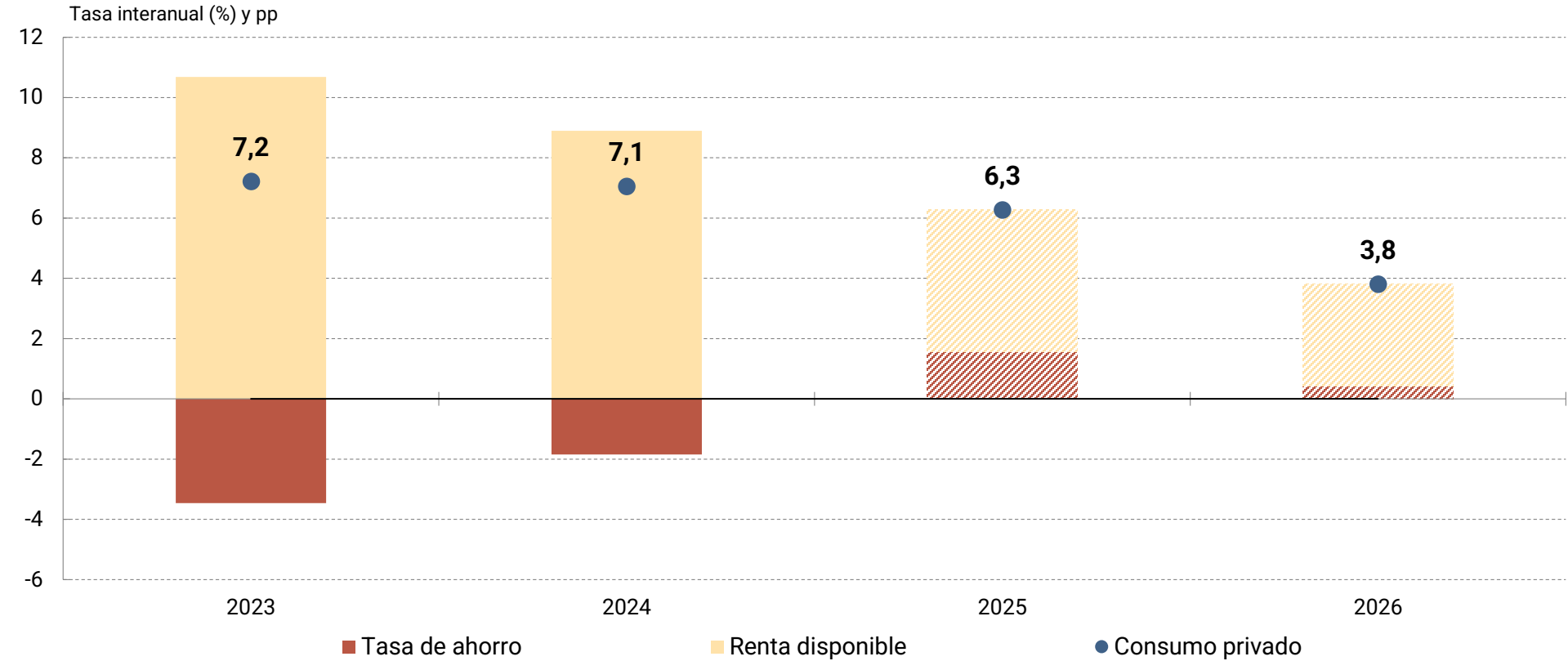


- Se espera que el crecimiento en los próximos años siga apoyado en el **consumo privado y la inversión**
- La **contribución del consumo público y de la demanda exterior neta serán más reducidas** que en años anteriores, como ya se ha observado en el primer semestre del 2025

EL CONSUMO PRIVADO CONTINUARÁ CRECIENDO, IMPULSADO PRINCIPALMENTE POR EL AUMENTO DE LA RENTA

- 1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
- 2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
- 3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
- 4. SECTOR PÚBLICO
- 5. MERCADO DE TRABAJO
- 6. RIESGOS
- 7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

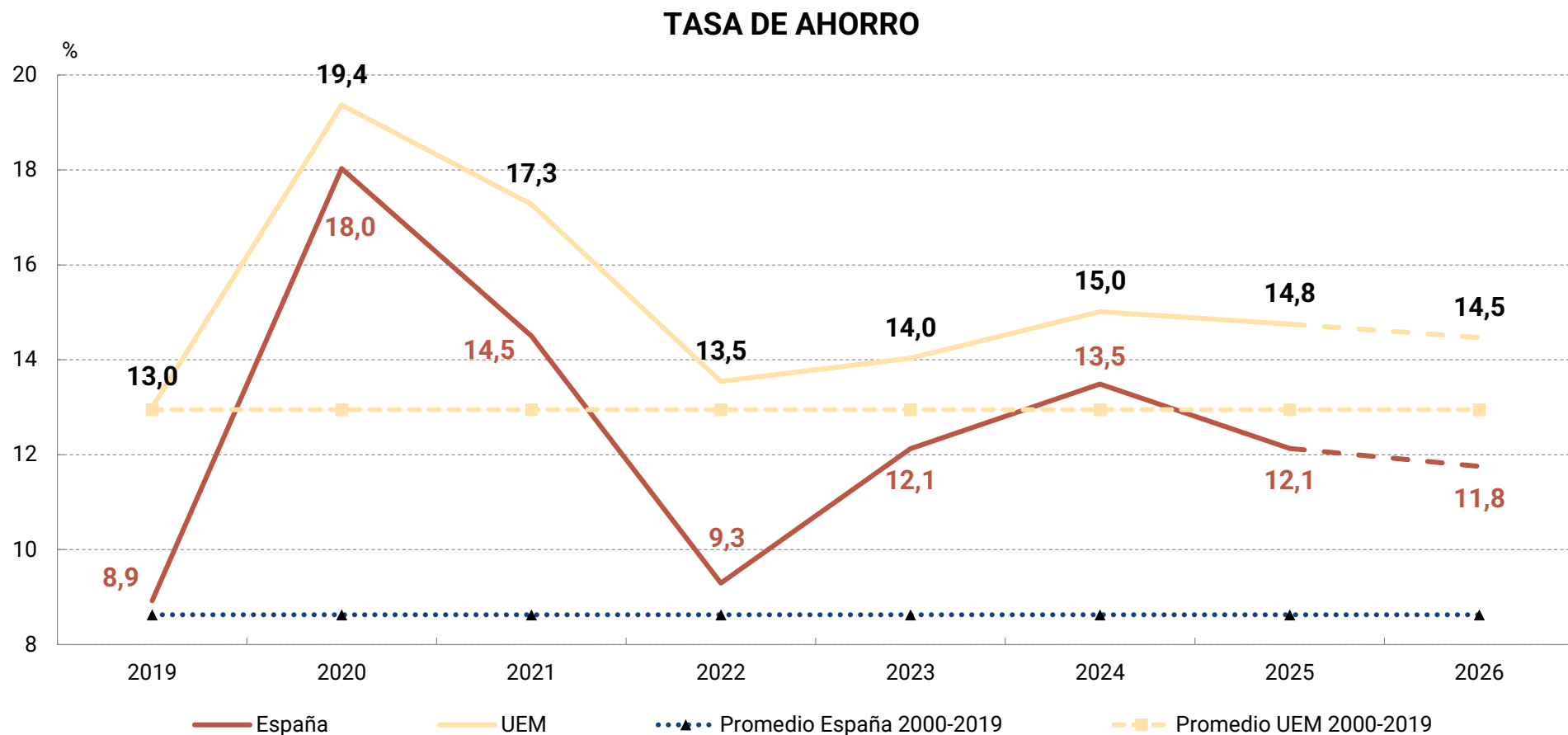
CONTRIBUCIONES A LA TASA DE CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

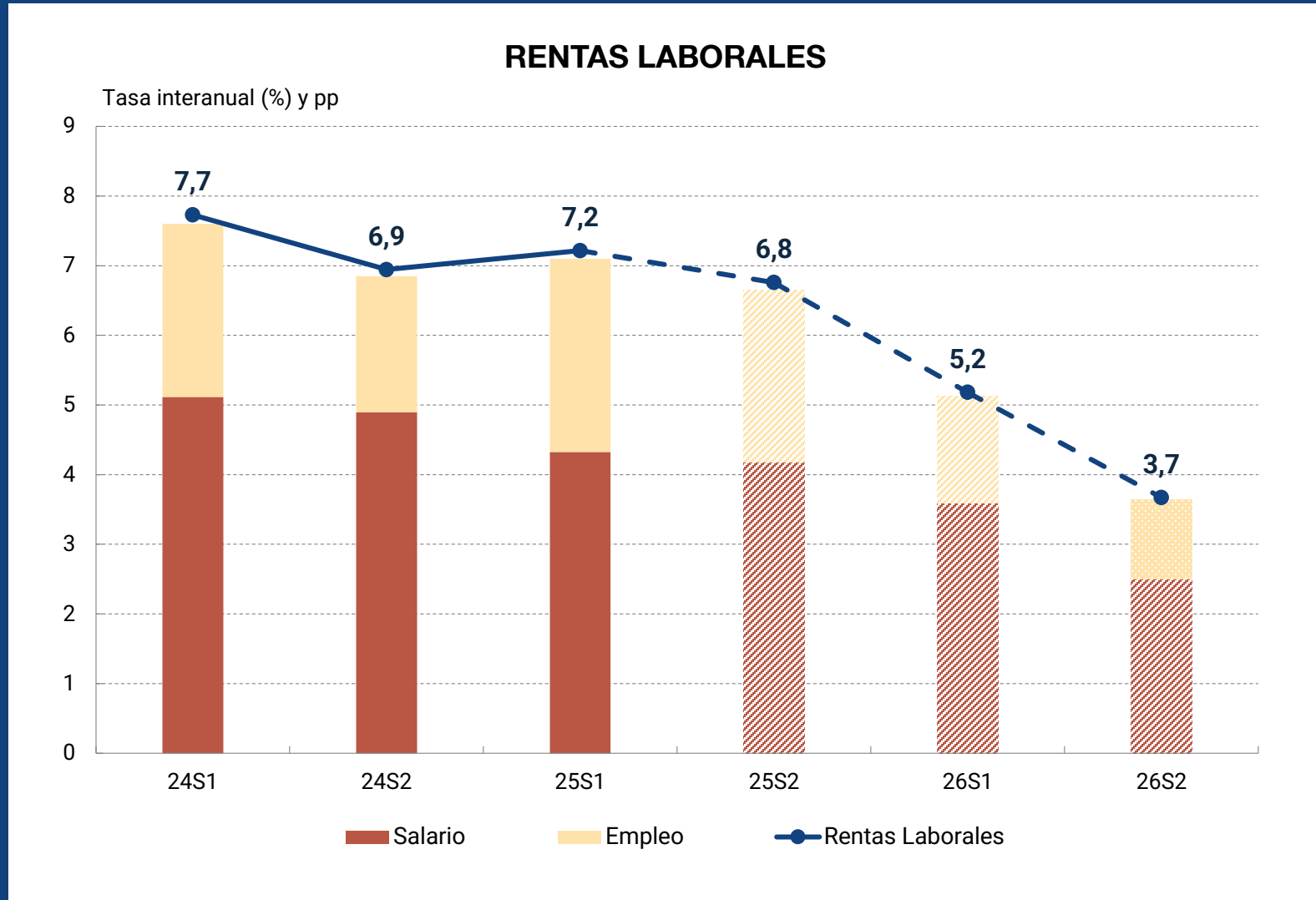
LA TASA DE AHORRO CONTINUARÁ REDUCIÉNDOSE, AUNQUE PERMANECERÁ EN NIVELES ELEVADOS RESPECTO A SU PROMEDIO HISTÓRICO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



LAS RENTAS LABORALES CONTINUARÁN SU CRECIMIENTO A UN RITMO MÁS MODERADO

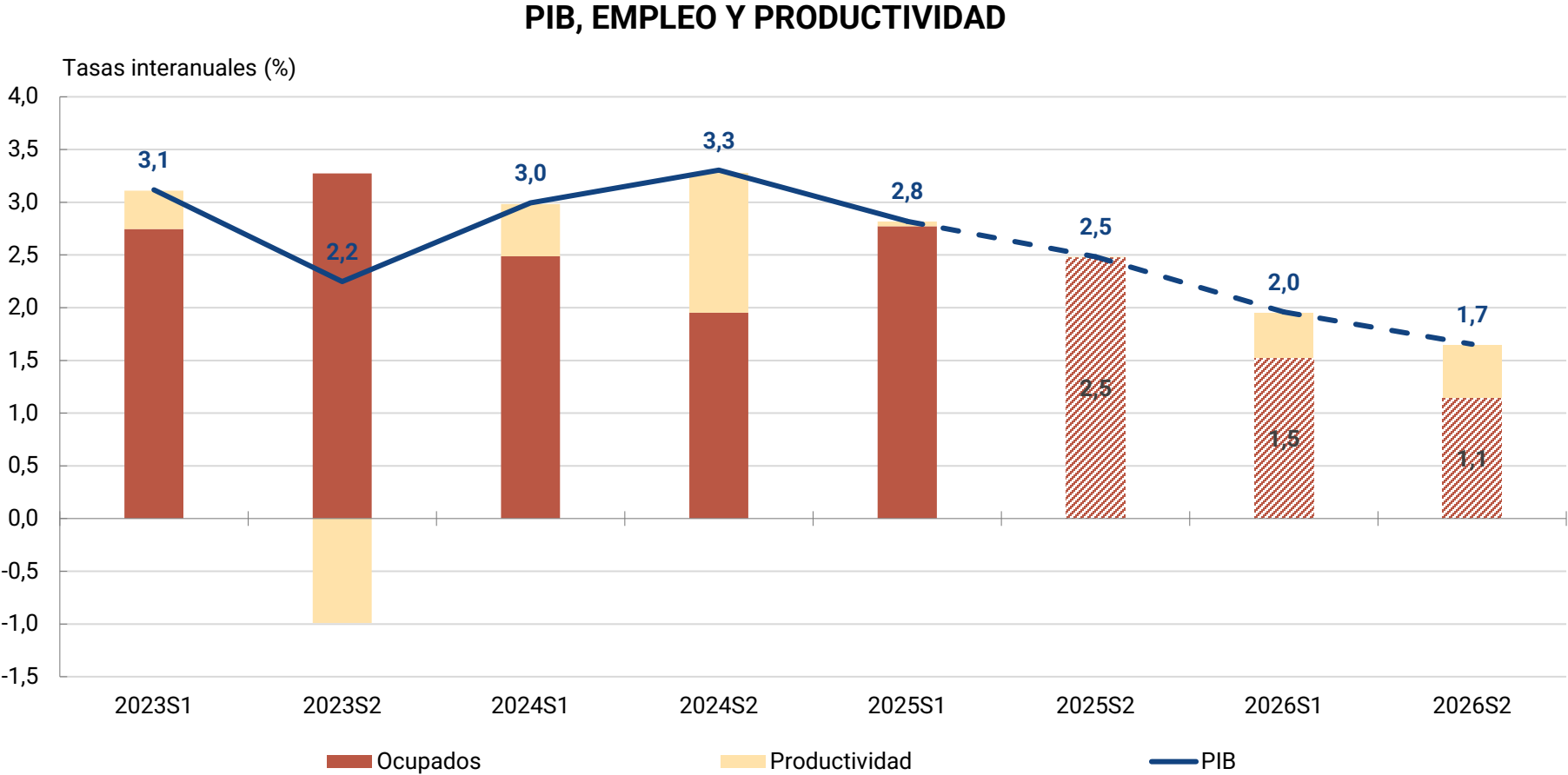
1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



- A pesar de esta moderación, se mantendría un **aumento de la renta laboral en términos reales**

EL EMPLEO SE DESACELERARÁ GRADUALMENTE EN LÍNEA CON LA ACTIVIDAD Y CON UNA CIERTA RECUPERACIÓN DEL AVANCE DE LA PRODUCTIVIDAD

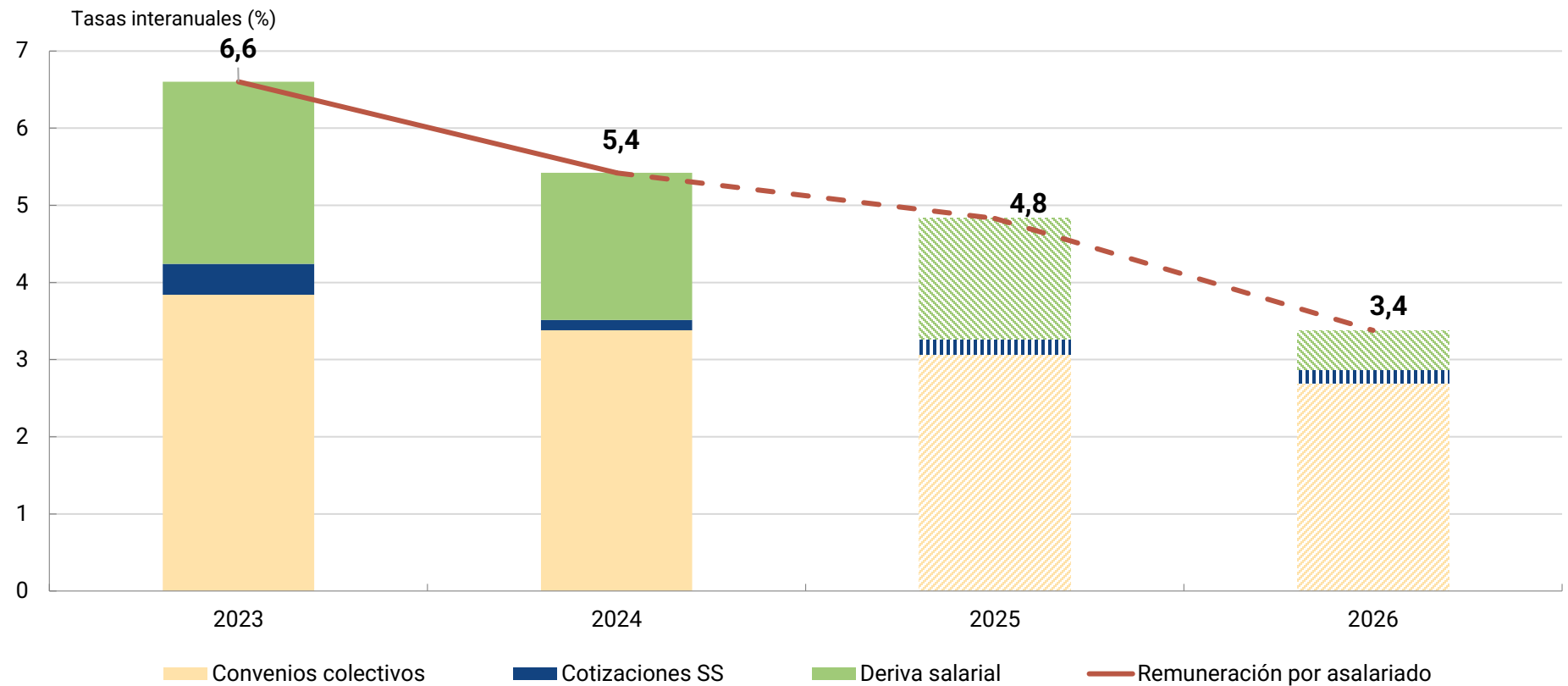
- 1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
- 2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
- 3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
- 4. SECTOR PÚBLICO
- 5. MERCADO DE TRABAJO
- 6. RIESGOS
- 7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



MIENTRAS SE ESPERA QUE LOS SALARIOS CREZCAN TAMBIÉN A TASAS MÁS MODERADAS

- 1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
- 2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
- 3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
- 4. SECTOR PÚBLICO
- 5. MERCADO DE TRABAJO
- 6. RIESGOS
- 7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

COSTE LABORAL EN LA ECONOMÍA DE MERCADO





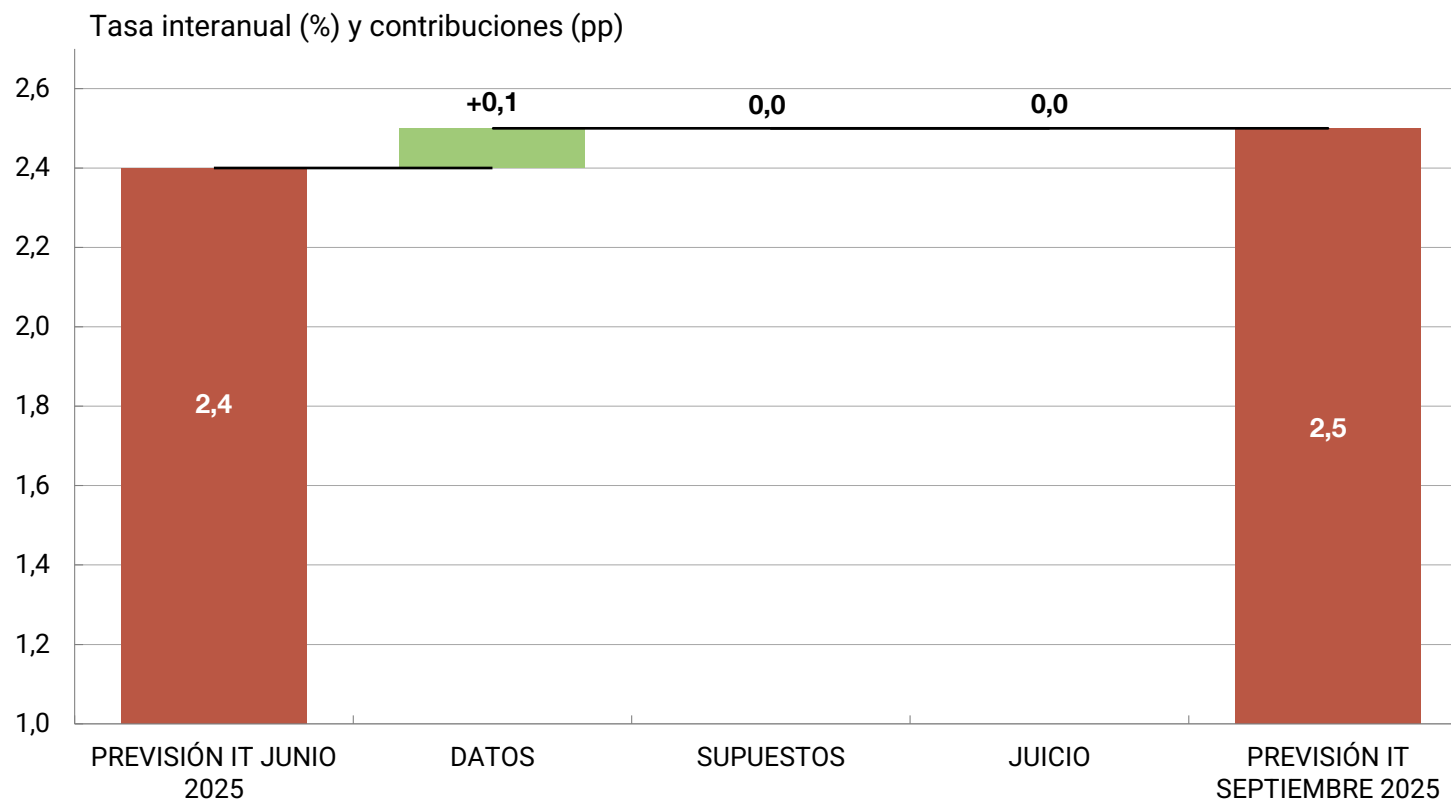
ÍNDICE

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 Revisión
 - 2.2 Datos
 - 2.3 Supuestos
 - 2.4 Juicio
 - 2.5 Senda de previsión
3. **INFLACIÓN**
 - 3.1 Revisión**
 - 3.2 Datos**
 - 3.3 Senda de previsión**
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

LA PREVISIÓN DE INFLACIÓN EN 2025 SE REVISA LIGERAMENTE AL ALZA DEBIDO, PRINCIPALMENTE, AL REPUNTE OBSERVADO EN LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DE LA INFLACIÓN EN 2025

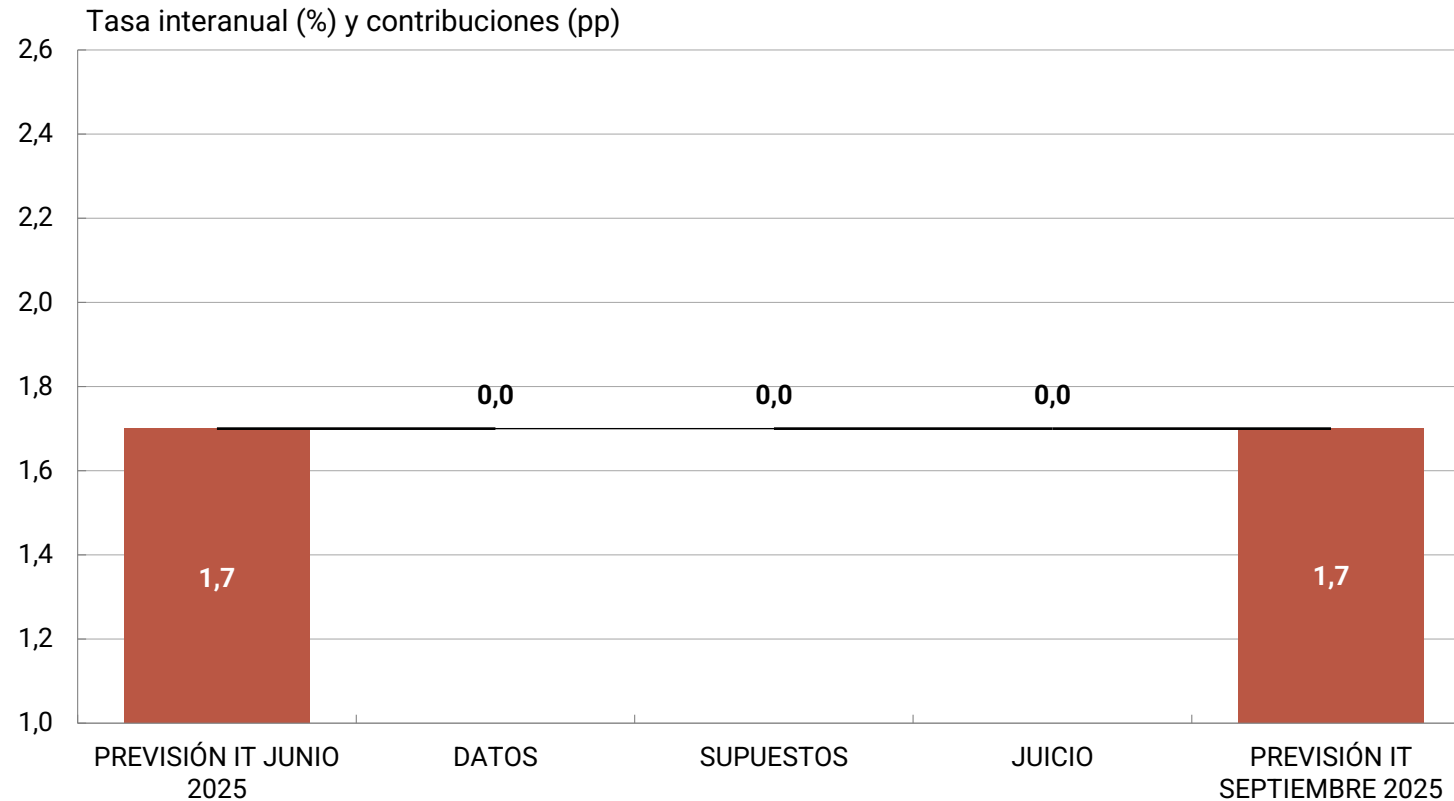


- **Datos:** Los precios de la energía han repuntado con mayor intensidad de la esperada en junio.
- **Supuestos:** Sin cambios significativos respecto a junio.
- **Juicio:** Sin cambios significativos respecto a junio

LA PREVISIÓN DE INFLACIÓN PARA 2026 SE MANTIENE SIN CAMBIOS

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DE LA INFLACIÓN EN 2026

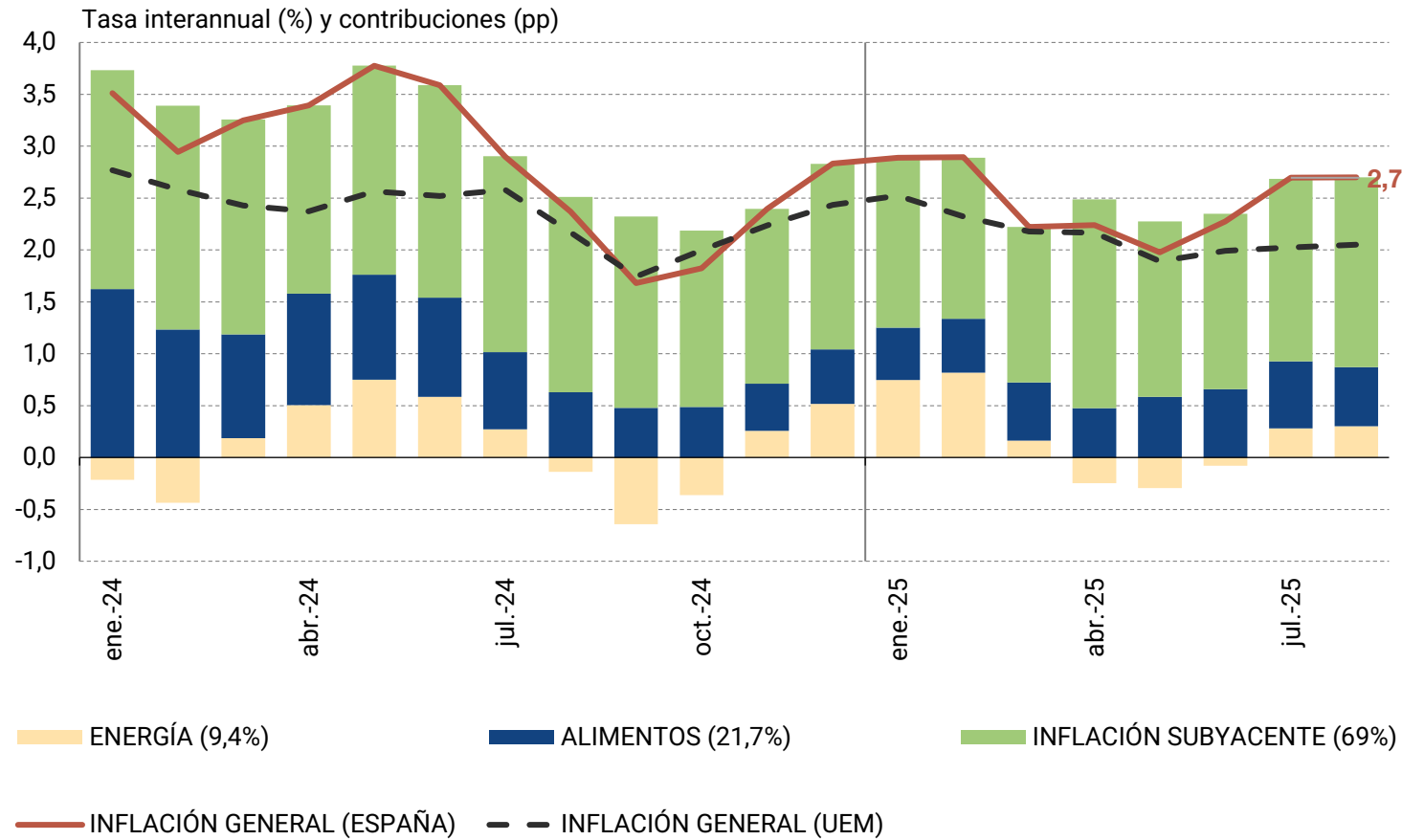


- **Datos:** Los precios de la energía han repuntado con mayor intensidad de la esperada en junio
- **Supuestos:** Sin cambios significativos respecto a junio.
- **Juicio:** Sin cambios significativos respecto a junio

EL REPUNTE DE LOS PRECIOS ENERGÉTICOS ES EL PRINCIPAL FACTOR QUE EXPLICA EL AUMENTO OBSERVADO EN LA INFLACIÓN GENERAL DESDE MAYO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

INFLACIÓN GENERAL: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES

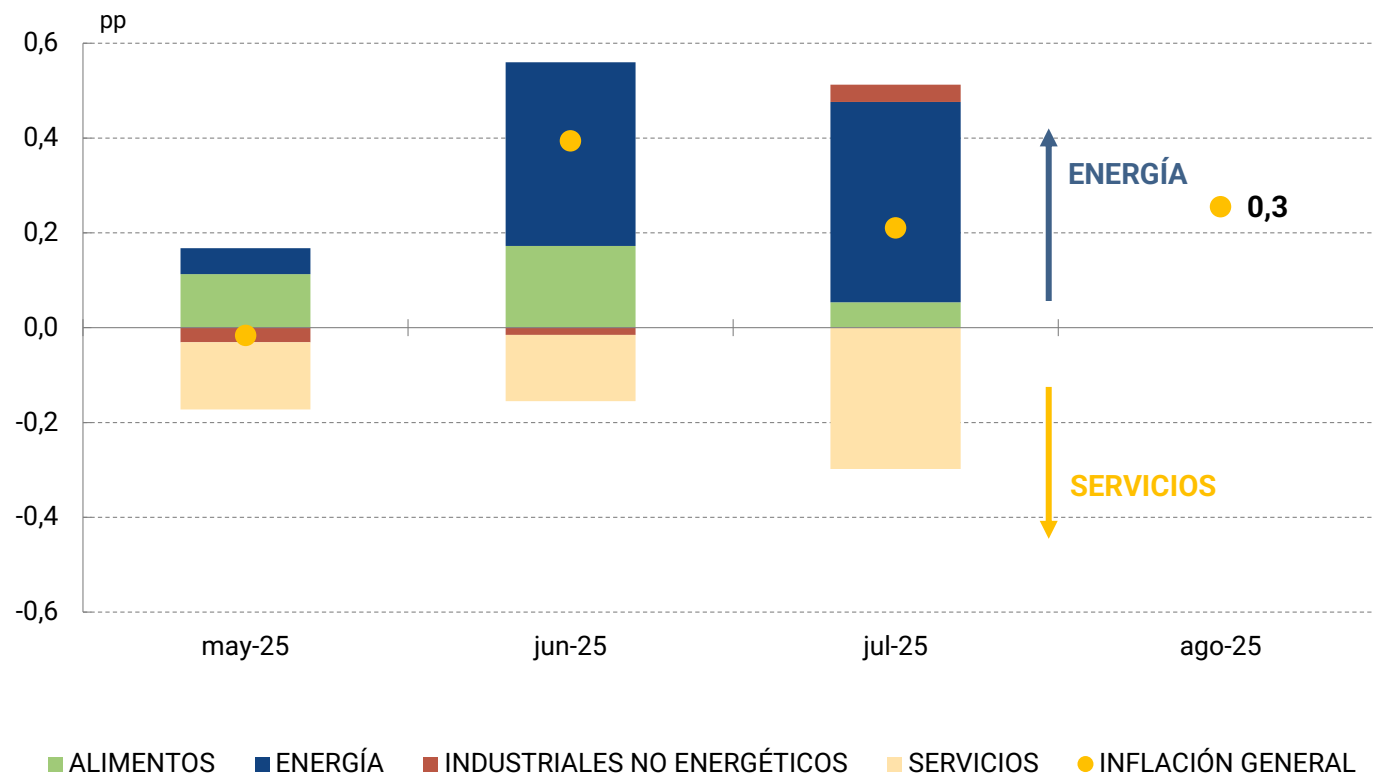


- El diferencial positivo con la UEM se ha incrementado debido a la energía, alcanzando los 0,6 pp en agosto.
- La inflación subyacente se mantuvo relativamente estable entorno al 2,6%, 0,4 pp por debajo de lo previsto en junio

RESPECTO A LAS PREVISIONES DE JUNIO, LAS SORPRESAS SON REDUCIDAS AL COMPENSARSE LAS POSITIVAS EN ENERGÍA CON LAS NEGATIVAS EN SERVICIOS

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

INFLACIÓN GENERAL: DIFERENCIA RESPECTO A LAS PREVISIONES DEL IT DE JUNIO

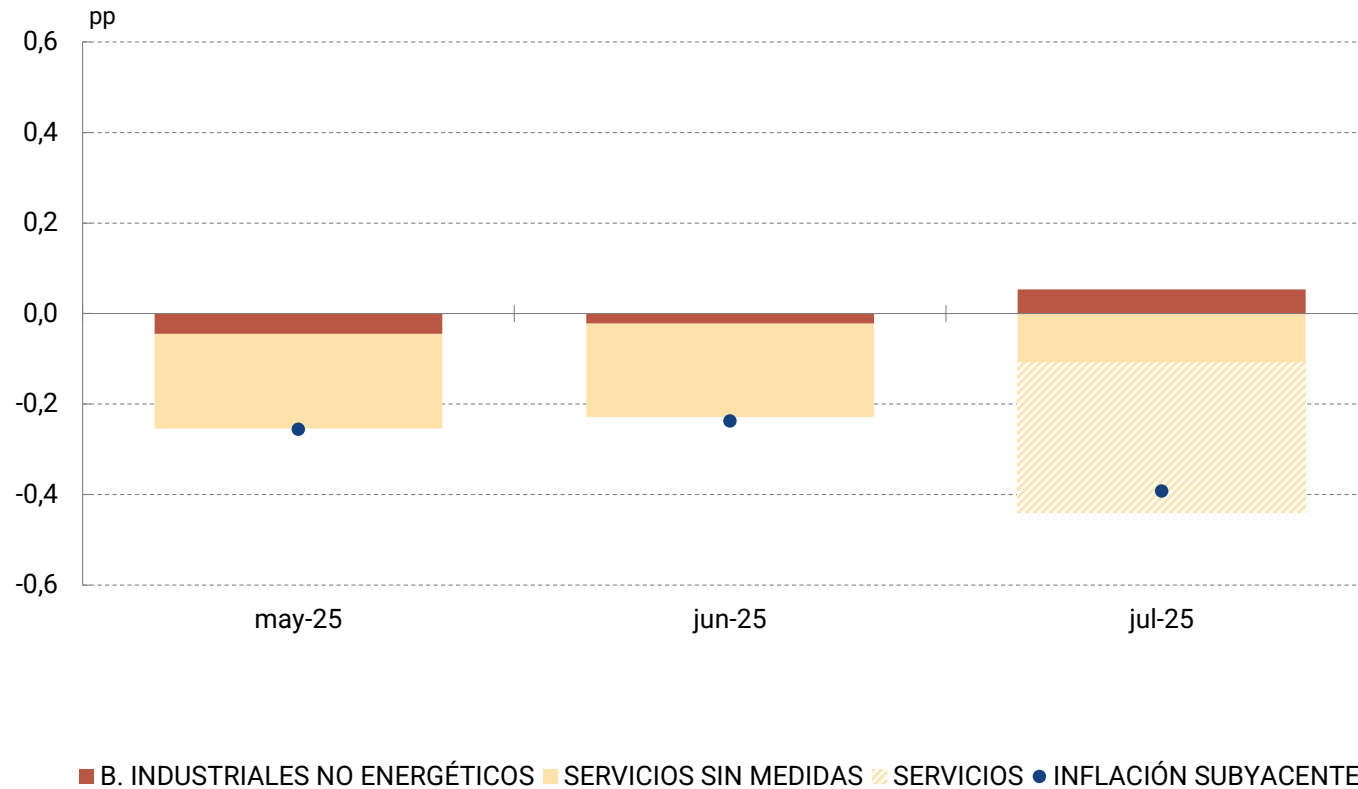


- **Sorpresa positiva:** Los precios energéticos se han acelerado recientemente por los mayores precios del petróleo y de la electricidad.

LA MAYOR PARTE DE LA SORPRESA NEGATIVA EN SERVICIOS ESTÁ RELACIONADA CON LA EXTENSIÓN PARCIAL DE LOS DESCUENTOS EN EL TRANSPORTE PÚBLICO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

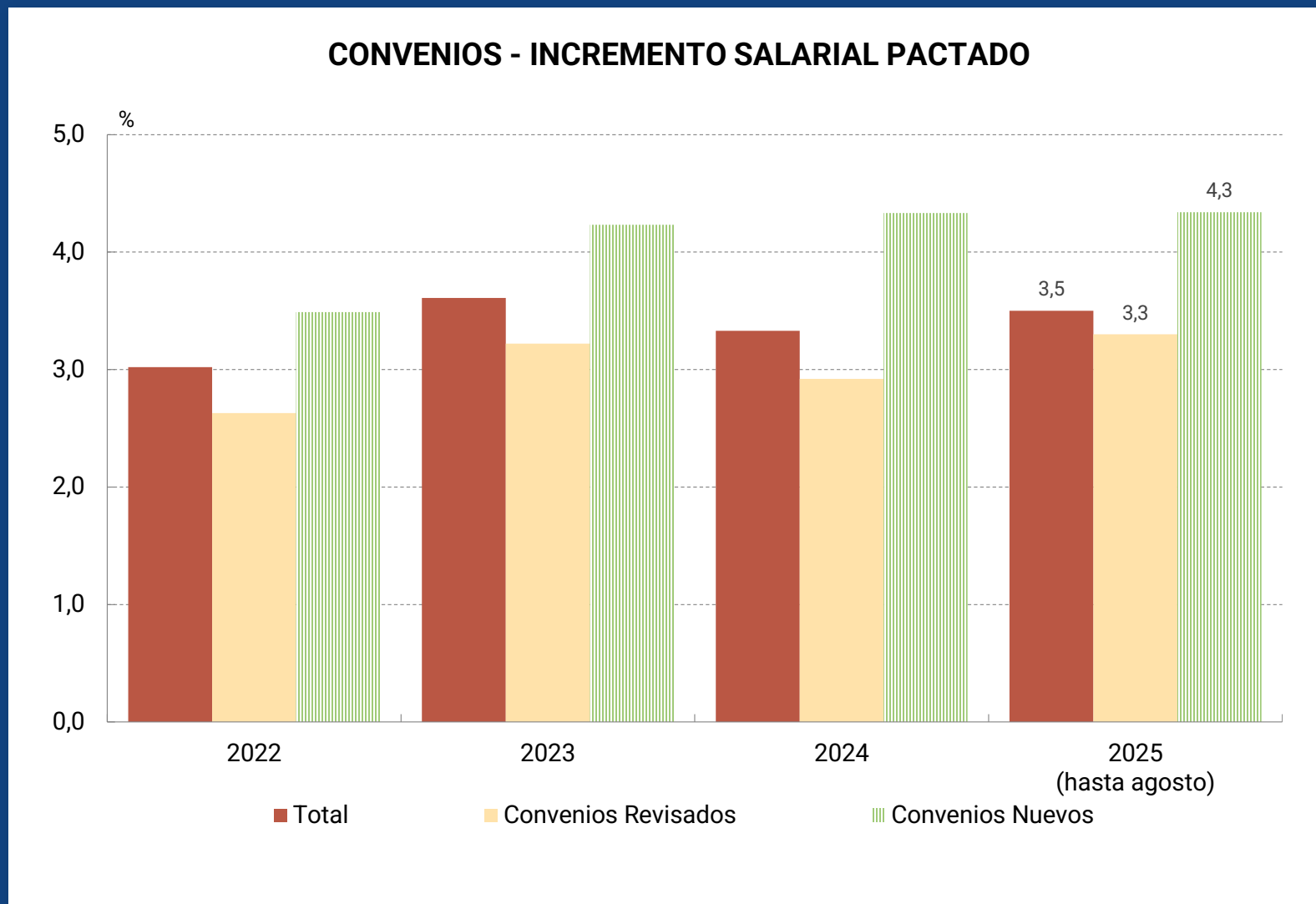
INFLACIÓN SUBYACENTE: DIFERENCIA RESPECTO A LAS PREVISIONES DEL IT DE JUNIO



- **Sorpesa negativa:** Las previsiones del IT de junio incluían el supuesto de la eliminación total de los **descuentos en el transporte público** en julio, pero éstos se han eliminado solo parcialmente en julio (el resto se eliminará en enero de 2026).

LOS NUEVOS CONVENIOS EN 2025 RECOGEN UN INCREMENTO SALARIAL DEL 4,3% POR ENCIMA DE LA REFERENCIA DEL ACUERDO ENTRE AGENTES SOCIALES (3%)

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



- La incertidumbre sobre la evolución salarial en los próximos años es elevada al no haber acuerdo salarial entre los agentes sociales

TRAS EL LEVE REPUNTE DEL SEGUNDO SEMESTRE DE 2025, ASOCIADO A LOS PRECIOS ENERGÉTICOS, LA INFLACIÓN GENERAL SE REDUCIRÁ EN 2026

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO

2. ACTIVIDAD

2.1 REVISIÓN

2.2 DATOS

2.3 JUICIO

2.4 SENDA DE PREVISIÓN

3. INFLACIÓN

3.1 REVISIÓN

3.2 DATOS

3.3 SENDA DE PREVISIÓN

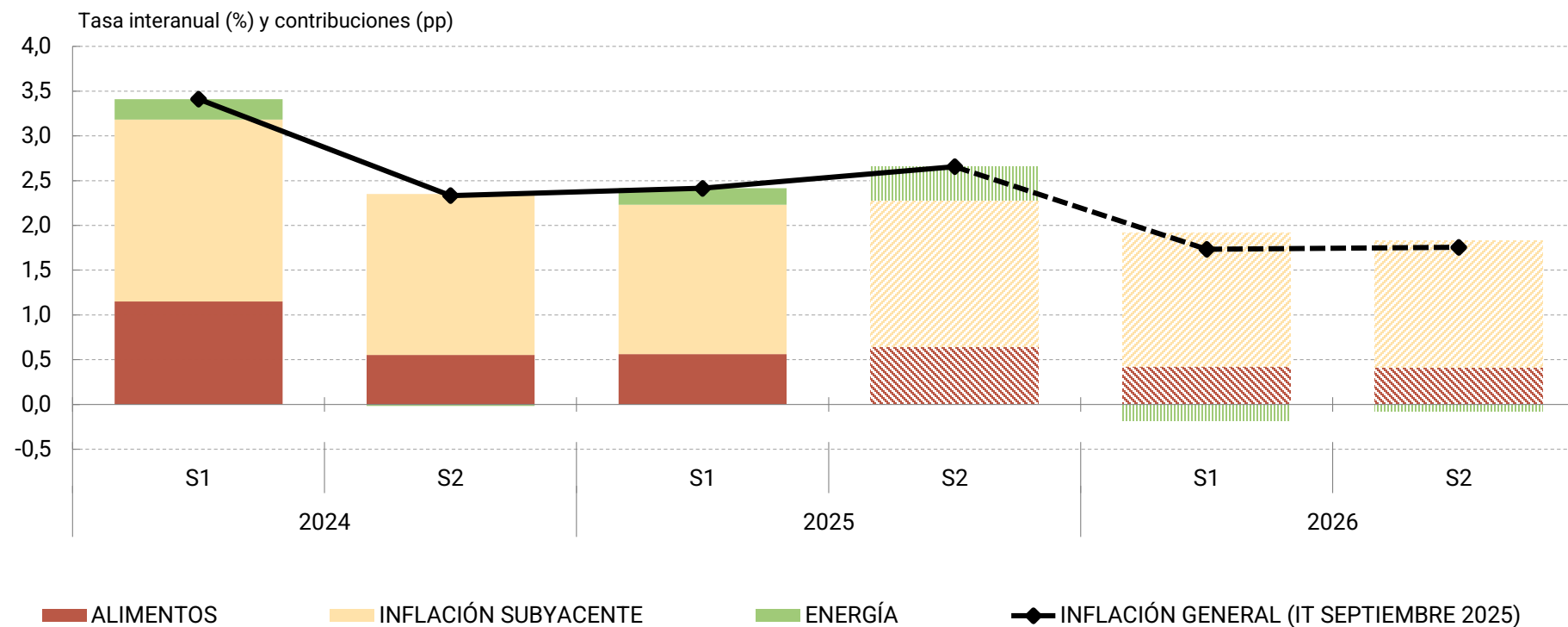
4. SECTOR PÚBLICO

5. MERCADO DE TRABAJO

6. RIESGOS

7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

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





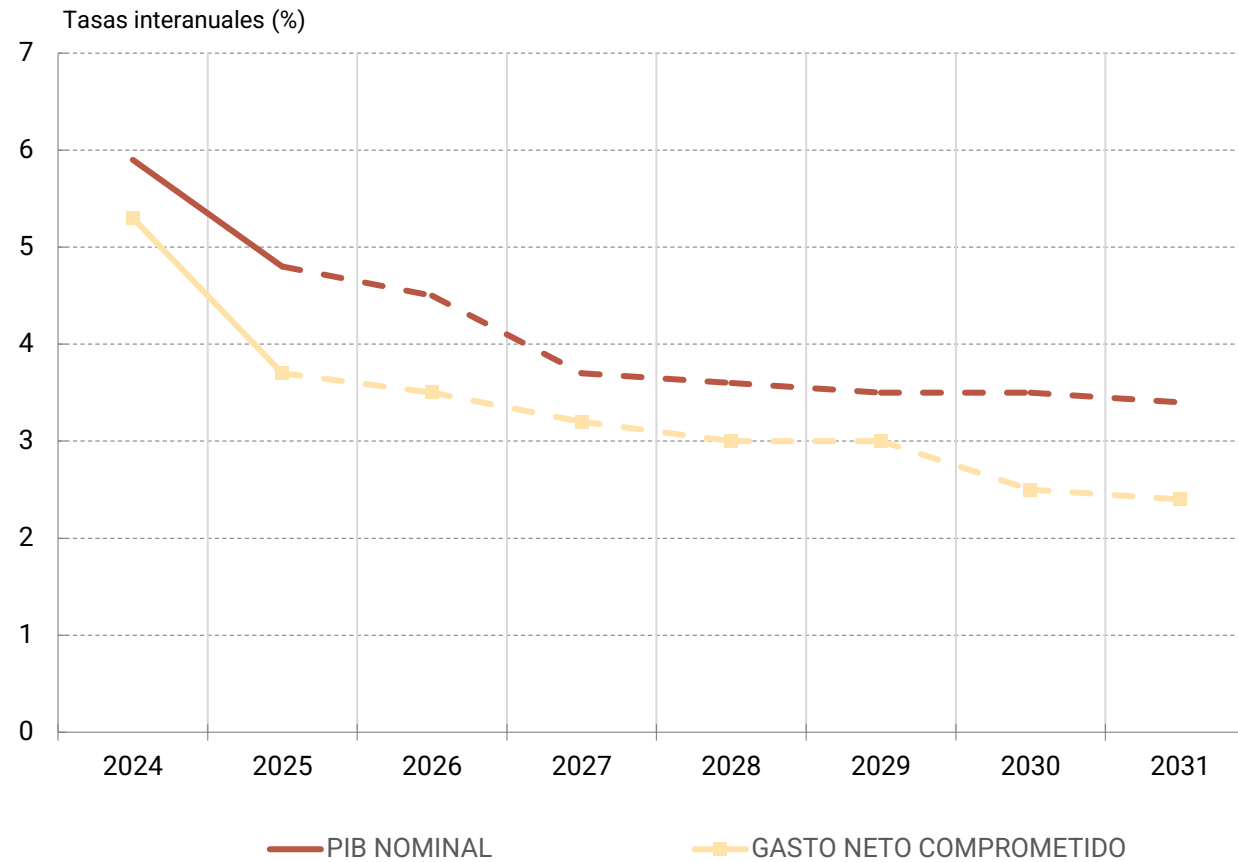
ÍNDICE

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 Revisión
 - 2.2 Datos
 - 2.3 Juicio
 - 2.4 Senda de previsión
3. INFLACIÓN
 - 3.1 Revisión
 - 3.2 Datos
 - 3.3 Senda de previsión
- 4. SECTOR PÚBLICO**
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

LAS NUEVAS REGLAS FISCALES SE BASAN EN UNA CONTENCIÓN DEL CRECIMIENTO DEL GASTO NETO QUE GARANTICE, A MEDIO PLAZO, LA SOSTENIBILIDAD DE LA DEUDA

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

GASTO PRIMARIO NETO Y PIB NOMINAL EN EL PLAN FISCAL Y ESTRUCTURAL DE MEDIO PLAZO



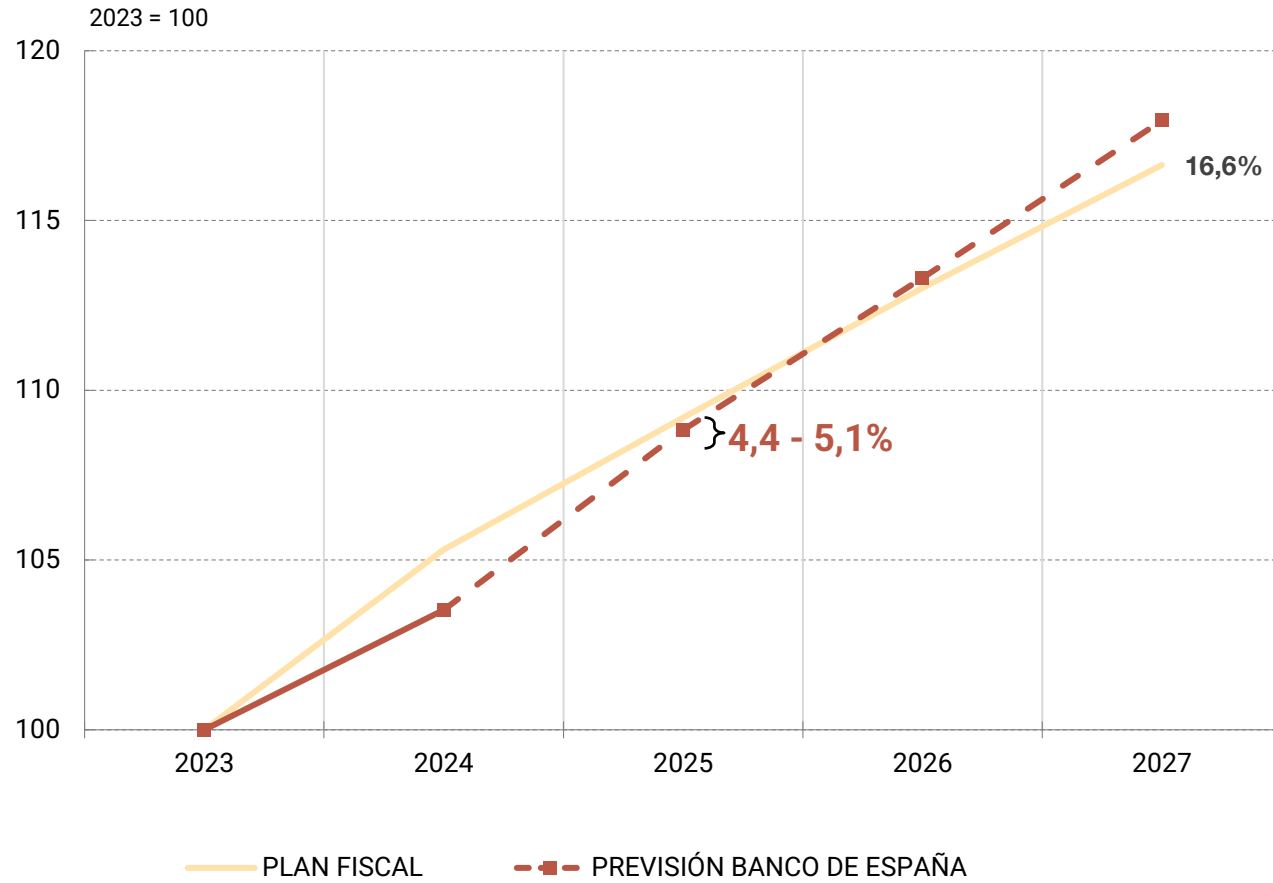
¿Qué principios incluyen los nuevos Planes Fiscales?

- Un **único indicador operativo** para el ajuste fiscal: el **crecimiento del gasto primario neto** (variable controlable por las AAPP)
- Este ajuste está acompañado de un **plan de reformas e inversiones** que eleve el crecimiento potencial de la economía

LA EVOLUCIÓN OBSERVADA EN 2025 APUNTARÍA A RIESGOS AL ALZA EN EL CRECIMIENTO DEL GASTO NETO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

SENDA DE GASTO NETO ACUMULADO



- El crecimiento del gasto neto en 2025 se situaría en un rango **estimado entre el 4,4% y el 5,1%**, por encima del 3,7% establecido en el Plan Fiscal para ese año
- En términos acumulados, se situaría por debajo en 2025 de la senda del Plan Fiscal

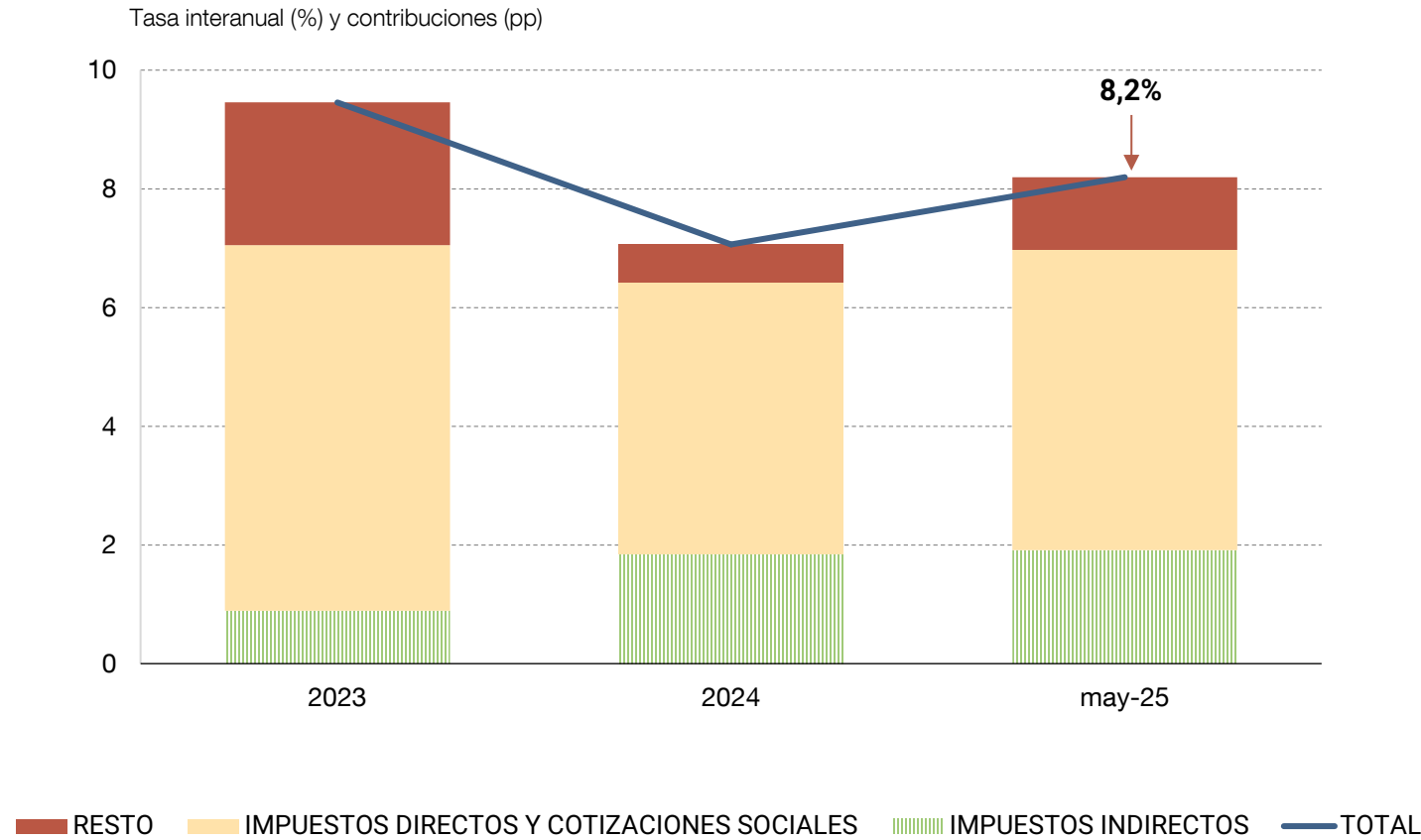
Fuentes: Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028 y Banco de España.

Gasto primario excluyendo atípicos, gasto cíclico en desempleo y gasto financiado o cofinanciado por la UE, corregido por el aumento de ingresos debido a medidas.

SE OBSERVA UN FUERTE DINAMISMO DE LOS INGRESOS PÚBLICOS, IMPULSADOS POR LOS IMPUESTOS DIRECTOS

- 1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
- 2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
- 3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
- 4. SECTOR PÚBLICO
- 5. MERCADO DE TRABAJO
- 6. RIESGOS
- 7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS PÚBLICOS

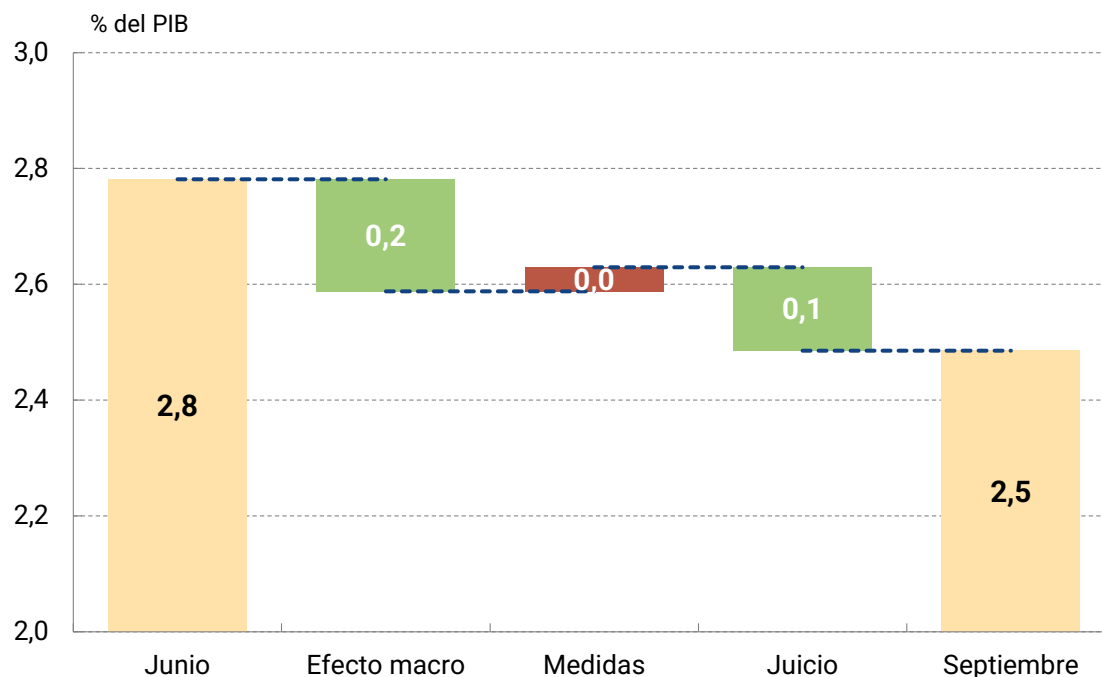


- El crecimiento de los ingresos se sitúa en torno al 8% interanual, superior al ritmo de **crecimiento nominal de la economía**

ESTE AVANCE DE LOS INGRESOS (POR ENCIMA DE LOS GASTOS) SE TRADUCE EN UNA REVISIÓN A LA BAJA DEL DÉFICIT DE LAS AAPP. PREVISTO PARA 2025-2027

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

CAMBIO EN LA PREVISIÓN DE DÉFICIT PÚBLICO DE 2025



Fuente: Banco de España.

- **Efecto macro:** La reacción endógena de ingresos y gastos a la buena evolución de la economía justifica una revisión a la baja del déficit de 0,2 pp
- **Medidas:** La ampliación de los permisos por hijos y la extensión de las medidas de transporte supone un ligero incremento del gasto
- **Juicio:** Algunos tributos están creciendo más de lo esperado por sus bases, lo que aporta 0,1 pp adicional de menor déficit

La reducción del déficit en 2025 se traslada a 2026 y 2027, en los que el déficit previsto se sitúa en un 2,3% del PIB.

SITUAR LA DEUDA EN UNA SENDA DESCENDENTE, DE MANERA SOSTENIBLE Y CONTRACÍCLICA, DEPENDE DE LA CONTENCIÓN EN EL CRECIMIENTO DEL GASTO NETO

1. CONTEXTO
GLOBAL Y
FINANCIERO

2. ACTIVIDAD
2.1 REVISIÓN
2.2 DATOS
2.3 JUICIO
2.4 SENDA DE
PREVISIÓN

3. INFLACIÓN
3.1 REVISIÓN
3.2 DATOS
3.3 SENDA DE
PREVISIÓN

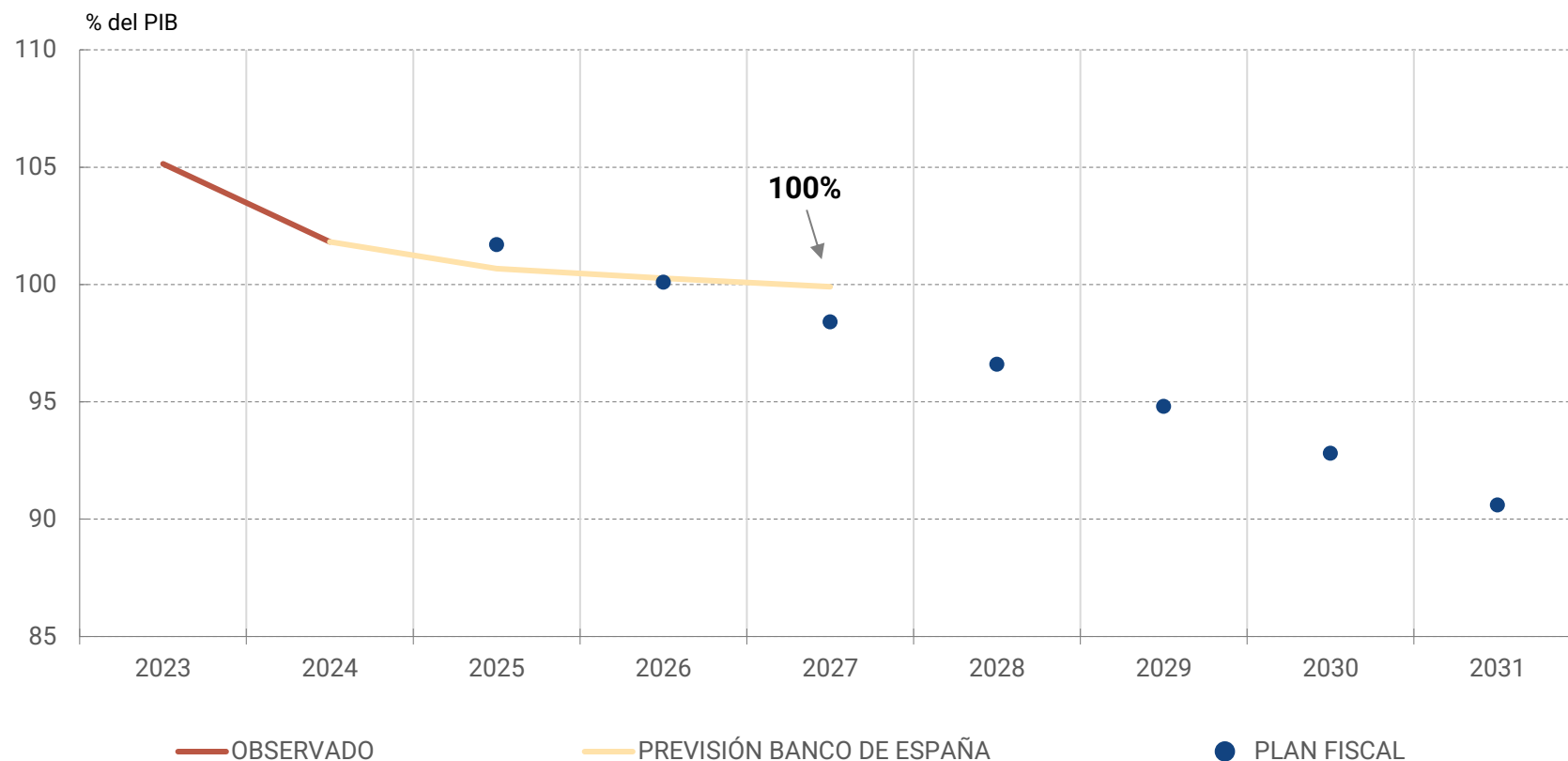
4. SECTOR PÚBLICO

5. MERCADO DE
TRABAJO

6. RIESGOS

7. CUANTIFICACIÓN
DE LA
INCERTIDUMBRE

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



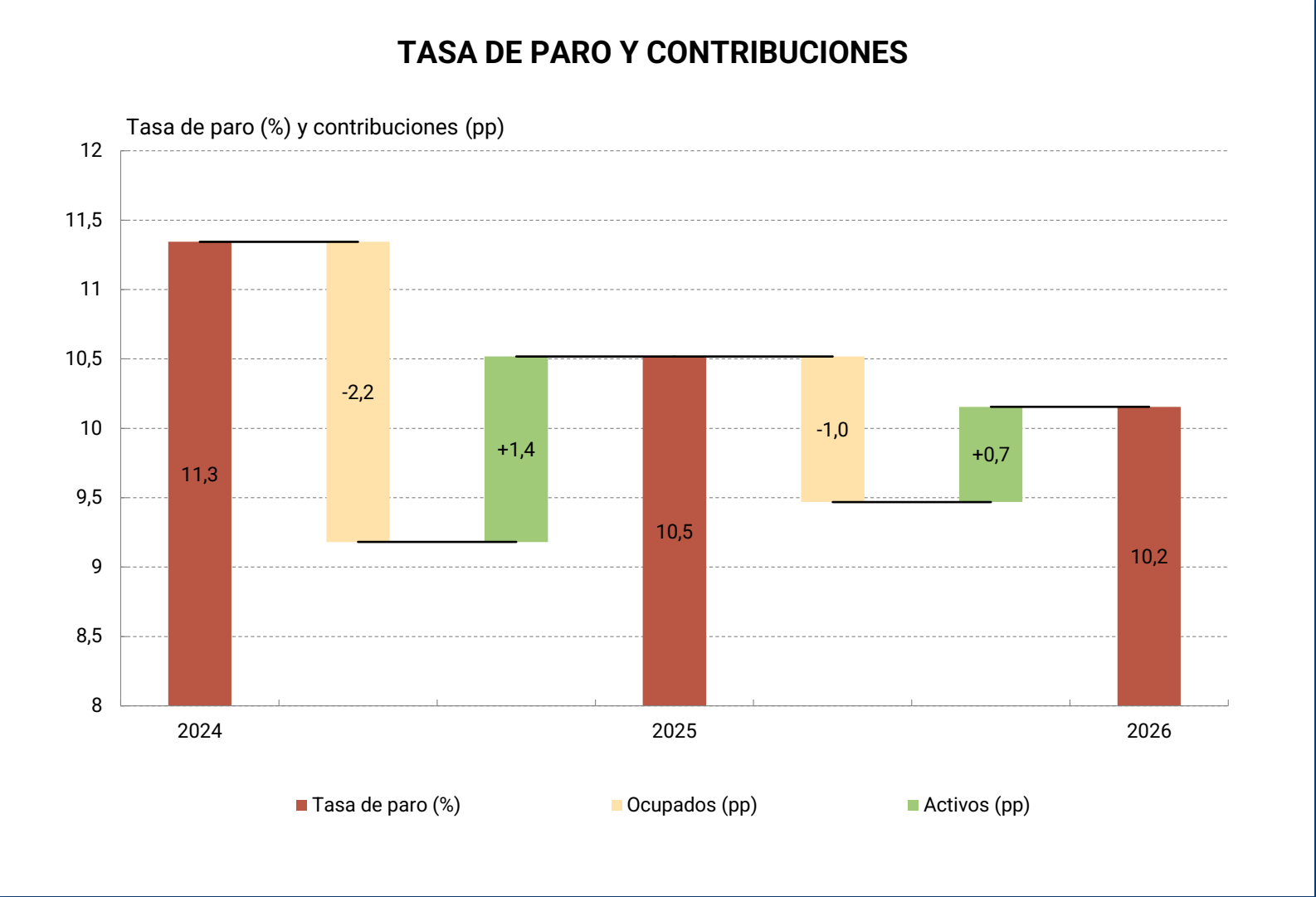


ÍNDICE

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 Revisión
 - 2.2 Datos
 - 2.3 Juicio
 - 2.4 Senda de previsión
3. INFLACIÓN
 - 3.1 Revisión
 - 3.2 Datos
 - 3.3 Senda de previsión
4. SECTOR PÚBLICO
- 5. MERCADO DE TRABAJO**
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

LA TASA DE PARO SEGUIRÍA REDUCIÉNDOSE HASTA EL ENTORNO DEL 10% EN 2026

- 1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
- 2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
- 3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
- 4. SECTOR PÚBLICO
- 5. **MERCADO DE TRABAJO**
- 6. RIESGOS
- 7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

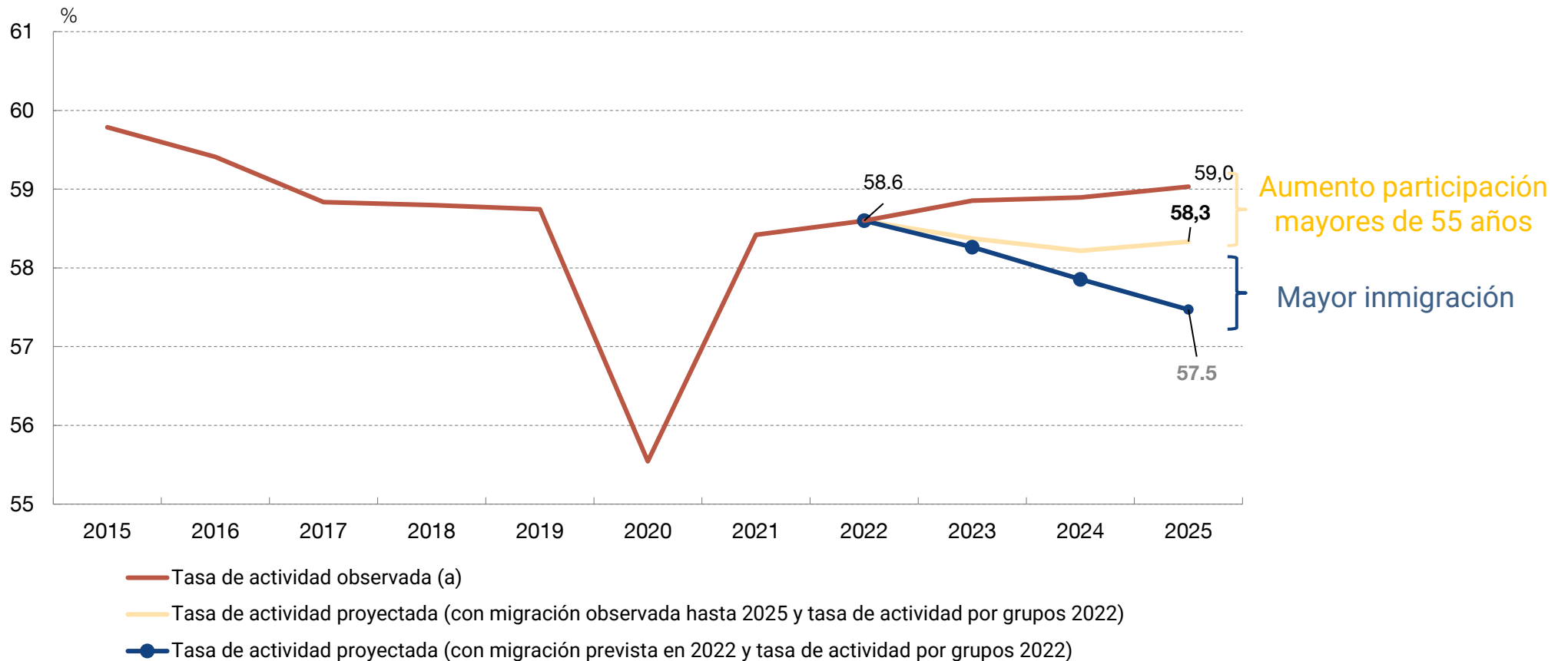


- La caída de la tasa de paro se produce en un contexto de **elevado dinamismo de la población activa** derivado del **aumento de la población extranjera**

LA POBLACIÓN ACTIVA SE HA VISTO FAVORECIDA POR EL AUMENTO DE LA INMIGRACIÓN Y DE LA PARTICIPACIÓN EN LOS MAYORES DE 55 AÑOS, QUE HAN COMPENSADO LA TENDENCIA NEGATIVA ASOCIADA AL ENVEJECIMIENTO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. **MERCADO DE TRABAJO**
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

TASA DE ACTIVIDAD MAYORES DE 16 AÑOS OBSERVADA Y PROYECTADA





ÍNDICE

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 Revisión
 - 2.2 Datos
 - 2.3 Juicio
 - 2.4 Senda de previsión
3. INFLACIÓN
 - 3.1 Revisión
 - 3.2 Datos
 - 3.3 Senda de previsión
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
- 6. RIESGOS**
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

PRINCIPALES FUENTES DE RIESGO

1. CONTEXTO
GLOBAL Y
FINANCIERO

2. ACTIVIDAD
2.1 REVISIÓN
2.2 DATOS
2.3 JUICIO
2.4 SENDA DE
PREVISIÓN

3. INFLACIÓN
3.1 REVISIÓN
3.2 DATOS
3.3 SENDA DE
PREVISIÓN

4. SECTOR PÚBLICO

5. MERCADO DE
TRABAJO

6. RIESGOS

7. CUANTIFICACIÓN
DE LA
INCERTIDUMBRE

Evolución de las actuales
tensiones comerciales

Comportamiento de los **mercados financieros
internacionales**

Evolución reciente de los costes laborales y atonía de la
productividad por ocupado

Magnitud y composición de los
fondos NGEU y del gasto en defensa
que se ejecutarán en la economía
española en los próximos años

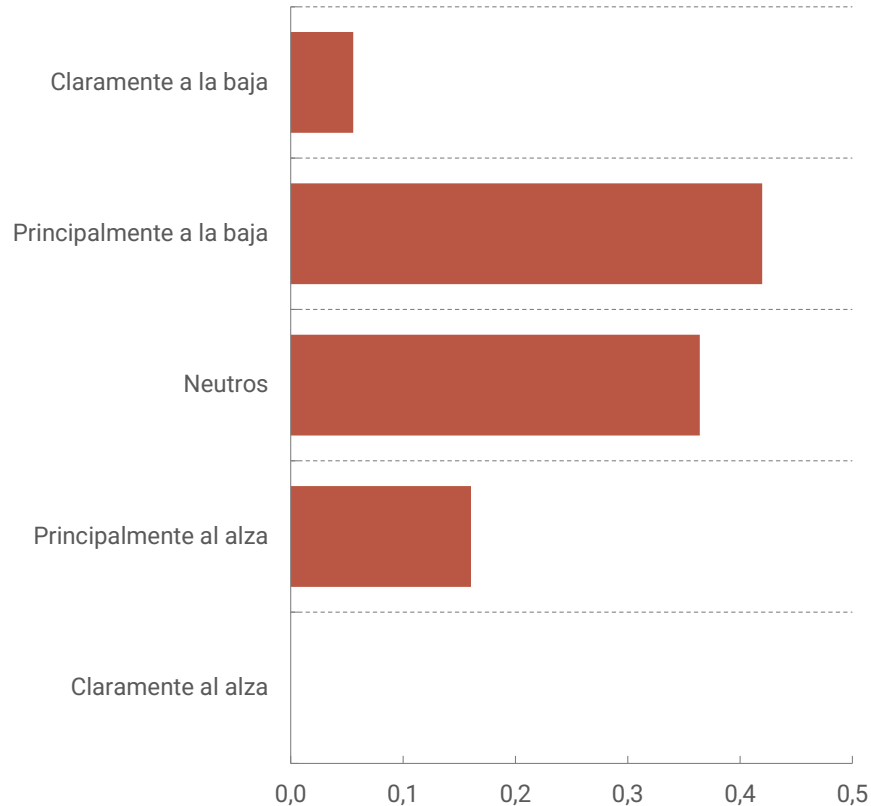


Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones están
orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y se encuentran **equilibrados en relación con la
inflación**

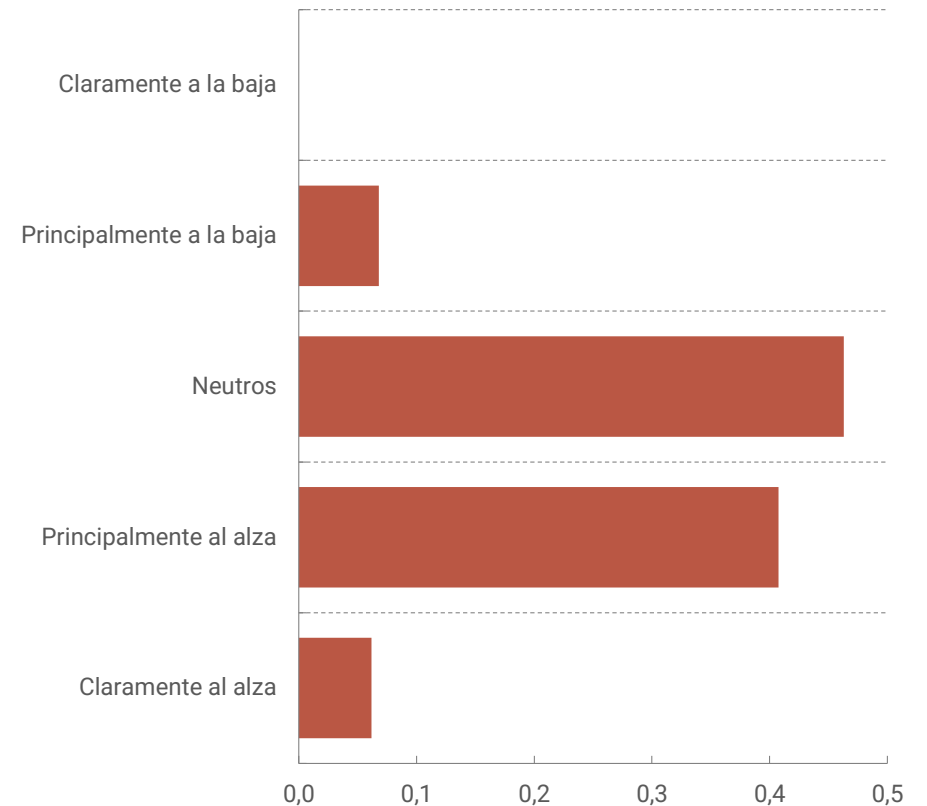
SEGÚN LA ENCUESTA DE VALORACIÓN DE RIESGOS, ÉSTOS ESTÁN ORIENTADOS PRINCIPALMENTE A LA BAJA EN ACTIVIDAD Y SERÍAN NEUTROS EN INFLACIÓN

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. **RIESGOS**
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

RIESGOS SOBRE EL PIB



RIESGOS SOBRE LA INFLACIÓN



Fuente: Encuesta a la plantilla de la Dirección General de Economía (51 respuestas).



ÍNDICE

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 Revisión
 - 2.2 Datos
 - 2.3 Juicio
 - 2.4 Senda de previsión
3. INFLACIÓN
 - 3.1 Revisión
 - 3.2 Datos
 - 3.3 Senda de previsión
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

LAS PREVISIONES ESTÁN SUJETAS A INCERTIDUMBRE

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

Incertidumbre información disponible

Condicionadas a supuestos técnicos (tipos de interés, petróleo, políticas,...)

Los datos están sujetos a revisiones

Incorporan impacto de posibles perturbaciones, sobre las que se tiene alguna información

Otros factores

Se basan en un tipo de modelos y la aplicación del juicio, en distintas dimensiones

Sabemos que habrá “shocks” en el futuro, sobre los que no tenemos ninguna información

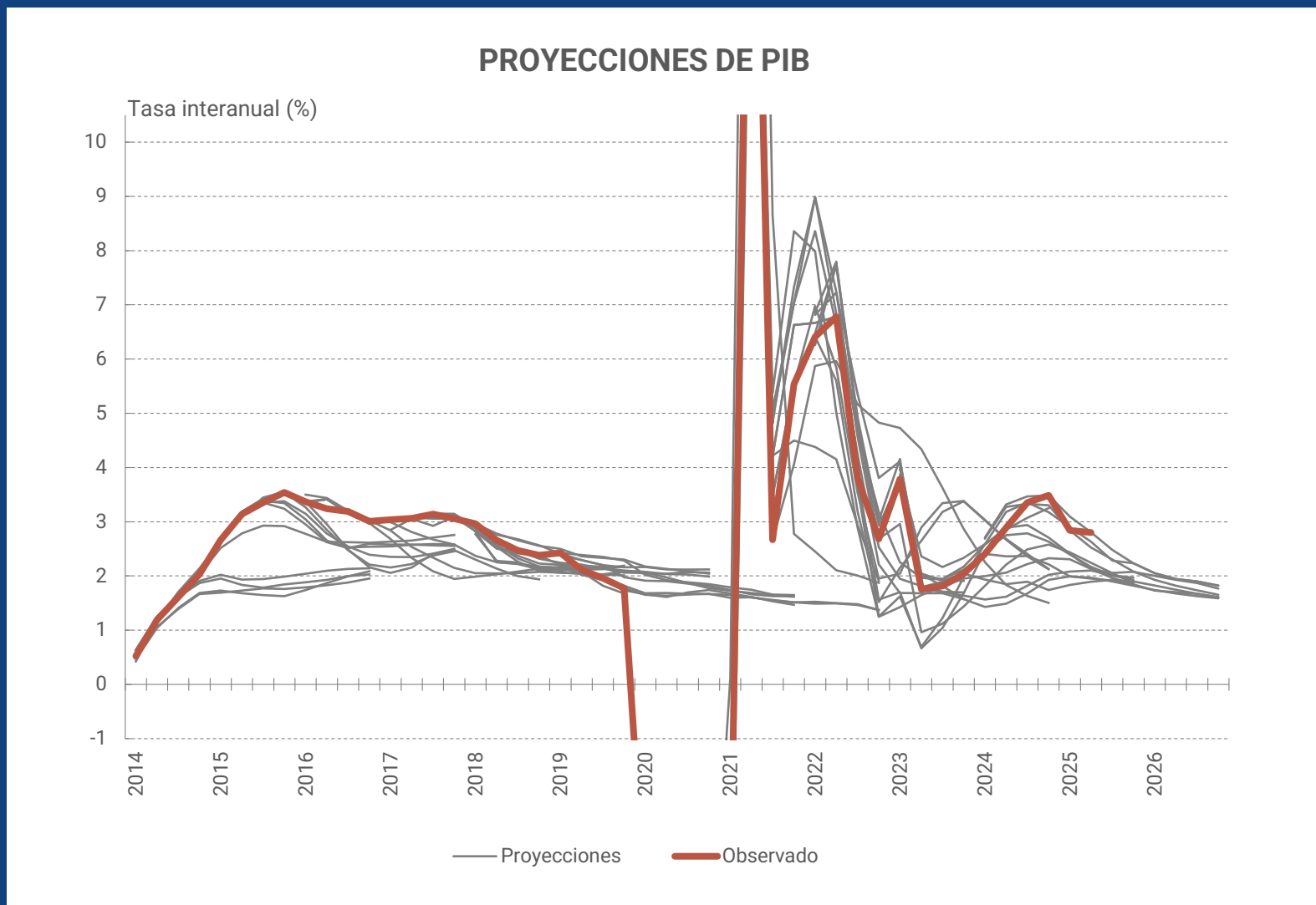
Salvo la que se pueda extraer del pasado, analizando errores de previsión y regularidades empíricas



Podemos cuantificar la incertidumbre pasada y estimar su magnitud en el futuro

LAS PROYECCIONES DE PIB HAN INFRAESTIMADO DURANTE LAS RECUPERACIONES, UN COMPORTAMIENTO SIMILAR AL DE OTRAS INSTITUCIONES

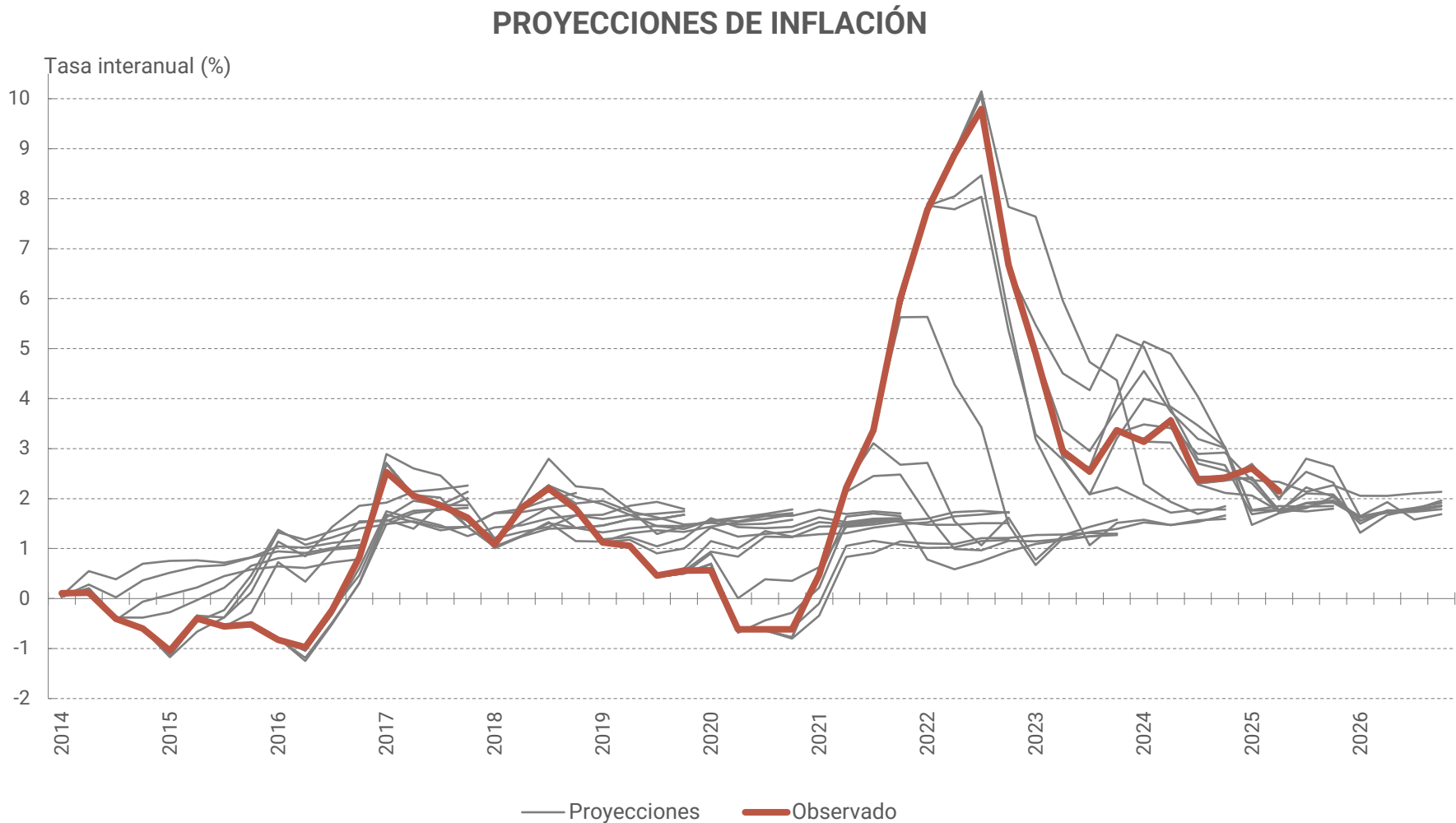
1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



- Sobrestimación durante en recesiones (COVID)
- Las proyecciones compensan incorporando cierta probabilidad de recesión durante las recuperaciones, lo que se traduce en infraestimación en estos periodos

LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN SOBRESTIMARON ANTES DE 2020 E INFRAESTIMARON DURANTE LA CRISIS ENERGÉTICA

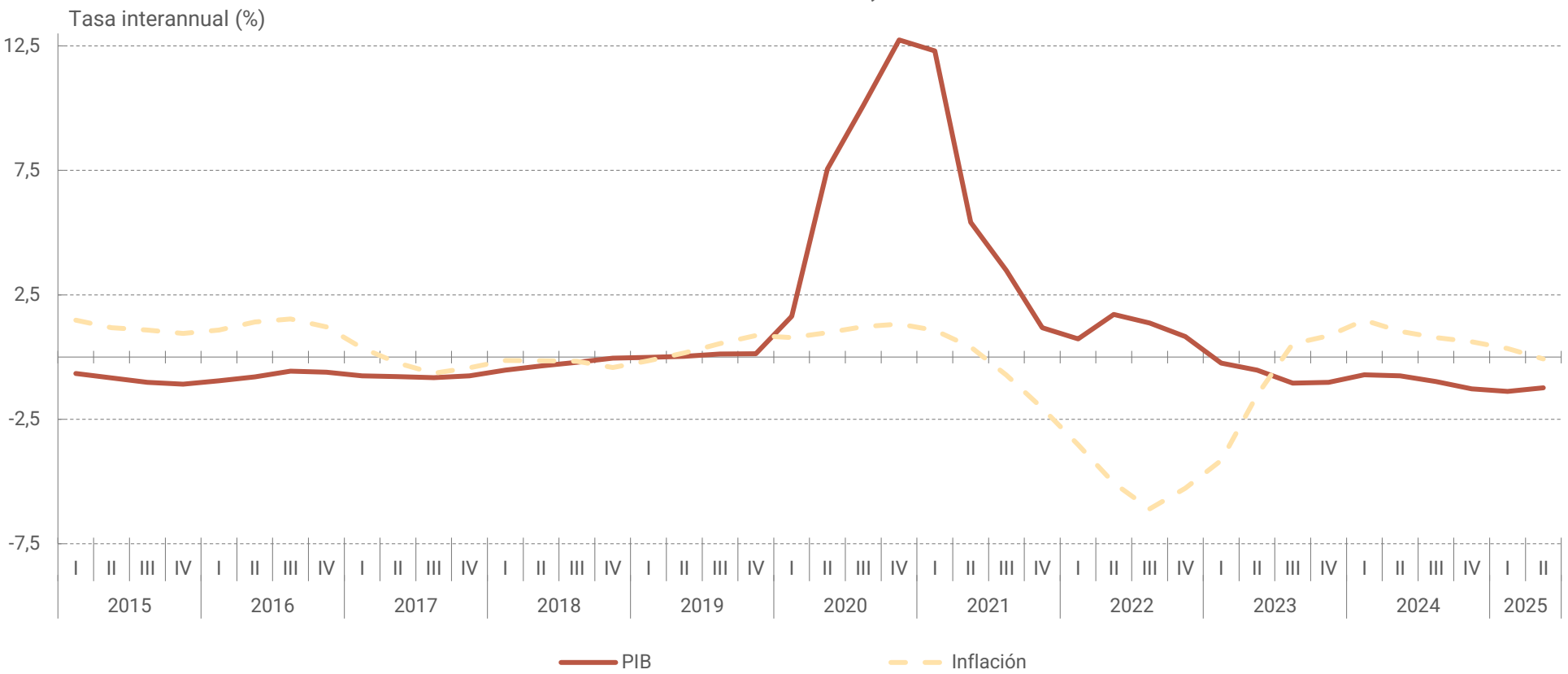
1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



DURANTE LA PANDEMIA SE OBSERVA EN ELEVADO ERROR MEDIO EN LAS PROYECCIONES DEL PIB Y DURANTE LA CRISIS ENERGÉTICA PARA LA INFLACIÓN

- 1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
- 2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
- 3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
- 4. SECTOR PÚBLICO
- 5. MERCADO DE TRABAJO
- 6. RIESGOS
- 7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

ERROR MEDIO MÓVIL DE LAS PREVISIONES DE INFLACIÓN Y DE PIB (HORIZONTE 4 TRIMESTRES)

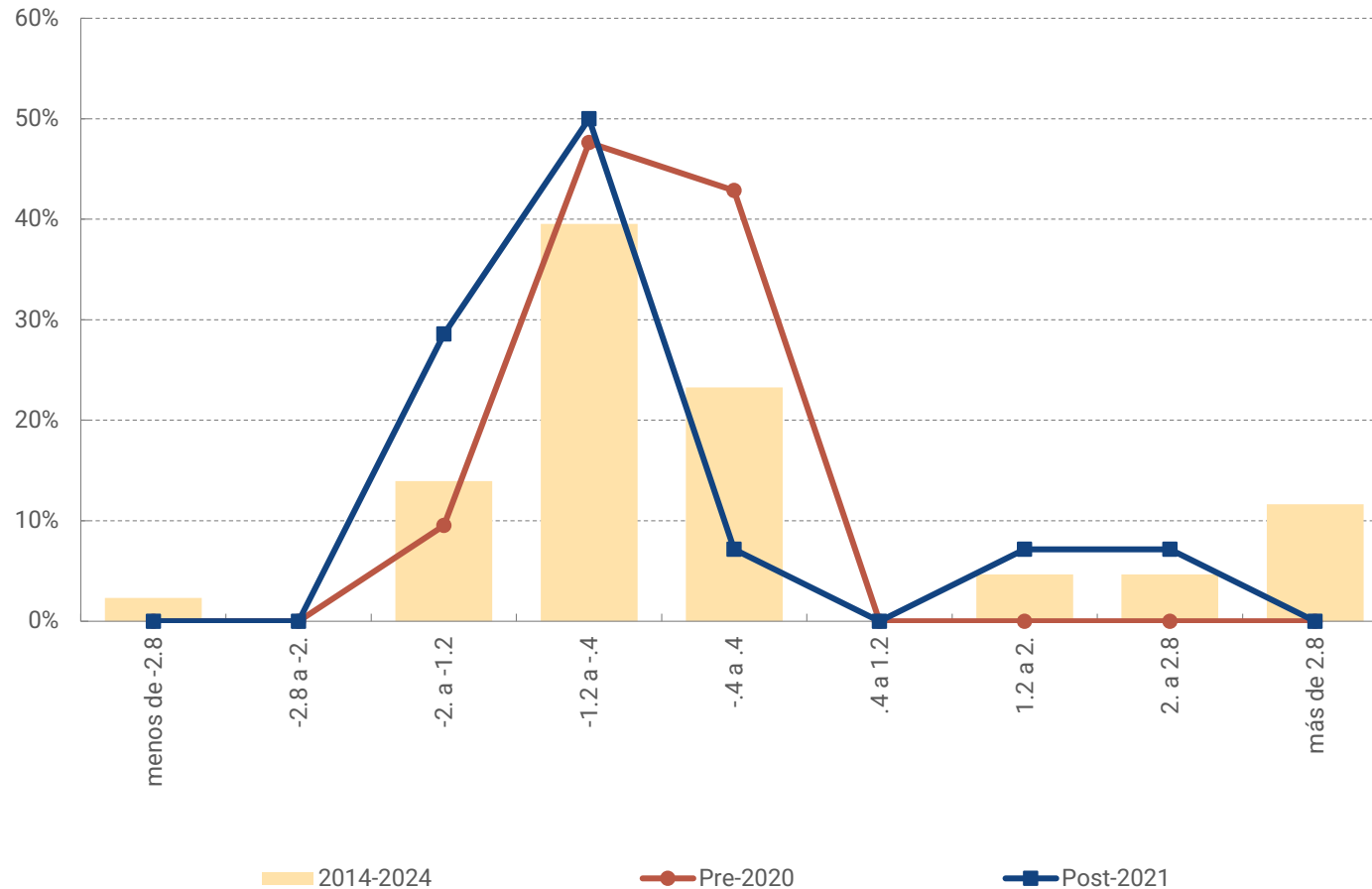


Fuente: Banco de España. La ventana del error medio móvil es de 4 trimestres.

LA DISTRIBUCIÓN DE LOS ERRORES DE PREVISIÓN DE PIB A UN AÑO ESTÁ MUY AFECTADA POR LA PANDEMIA Y MUESTRA ASIMETRÍA DURANTE LOS ÚLTIMOS AÑOS

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

DISTRIBUCIÓN DE ERRORES DE LAS PROYECCIONES DE PIB A UN AÑO

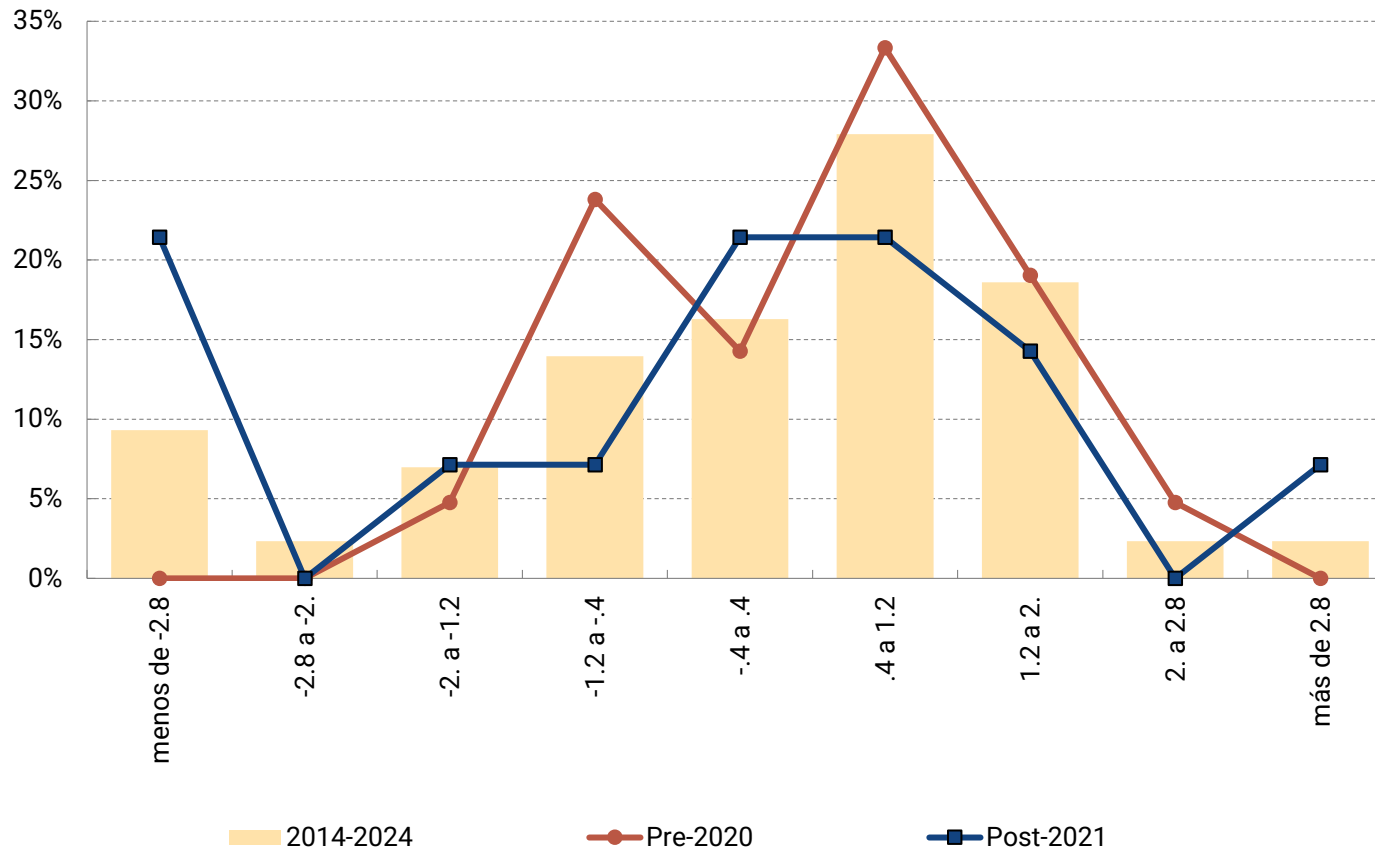


- El periodo de la pandemia introduce errores atípicos optimistas
- Tras la pandemia hay cierta asimetría hacia errores optimistas y colas gruesas (curtosis)
- El test de U-Theil confirma que las previsiones son consistentemente mejores que una previsión basada en el último dato

LA CRISIS ENERGÉTICA INTRODUCE CAMBIOS SIGNIFICATIVOS EN LA DISTRIBUCIÓN DE LOS ERRORES DE PREVISIÓN DE INFLACIÓN A UN AÑO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

DISTRIBUCIÓN DE ERRORES DE LAS PROYECCIONES DE INFLACIÓN A UN AÑO

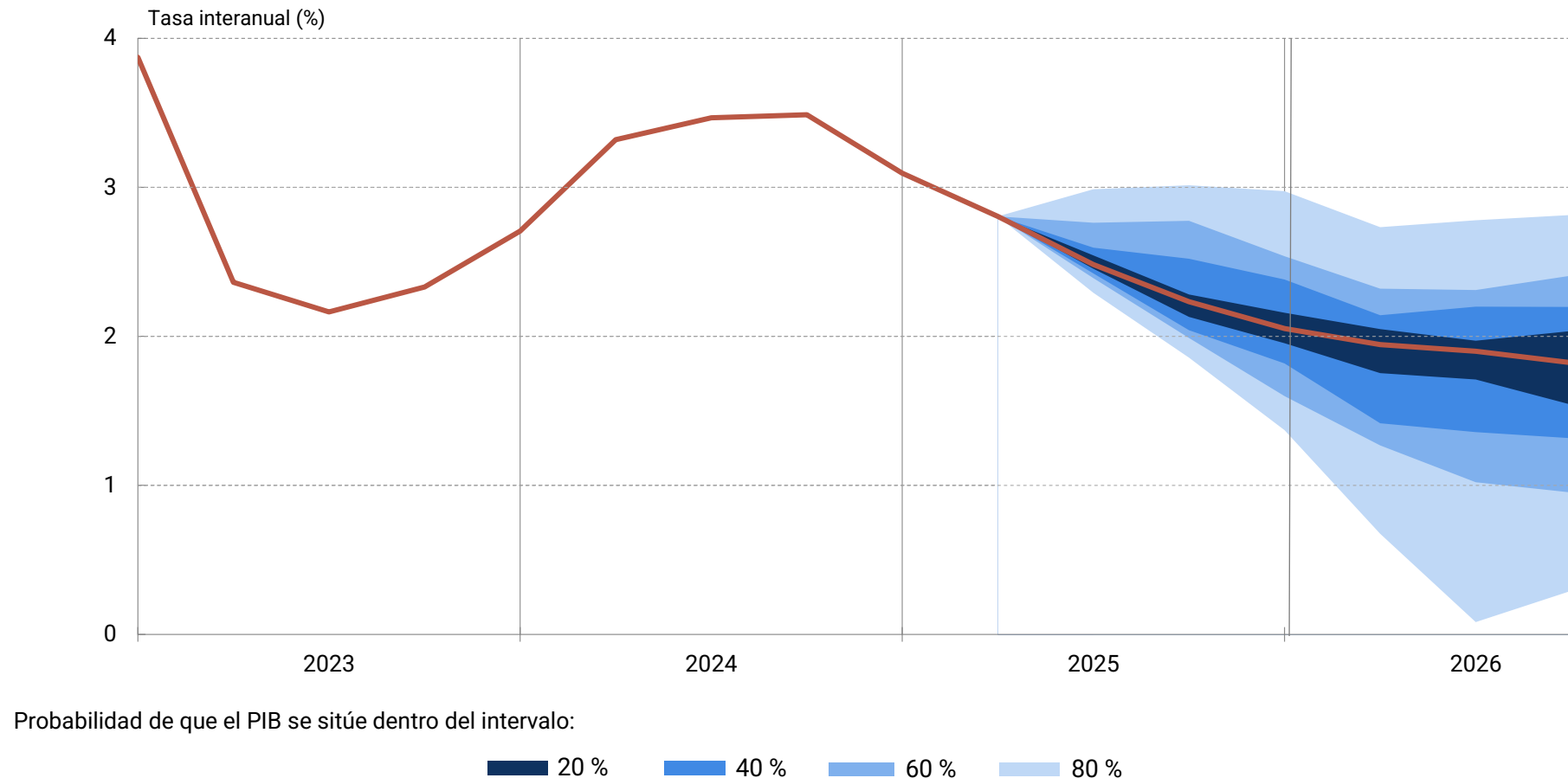


- La crisis energética introduce errores atípicos de infraestimación
- Antes de la pandemia, las distribuciones no muestran asimetría ni colas gruesas.
- Tras la pandemia hay cierta asimetría de infraestimación y colas gruesas (curtosis)

A PARTIR DE LA DISTRIBUCIÓN DE LOS ERRORES DE PREVISIÓN PASADOS SE PUEDE ESTIMAR LA INCERTIDUMBRE A FUTURO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

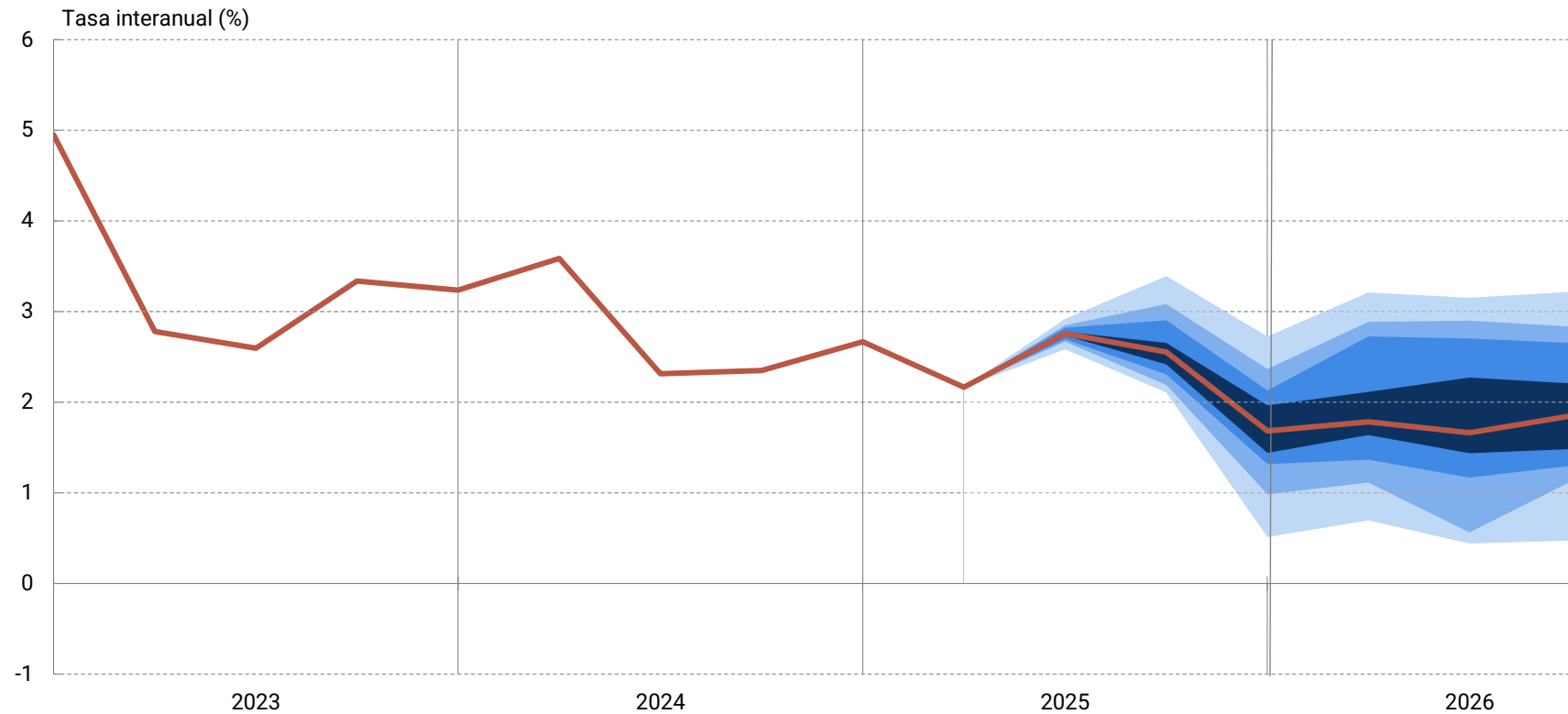
INCERTIDUMBRE SOBRE LA PREVISIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB



A PARTIR DE LA DISTRIBUCIÓN DE LOS ERRORES DE PREVISIÓN PASADOS SE PUEDE ESTIMAR LA INCERTIDUMBRE A FUTURO

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

INCERTIDUMBRE SOBRE LA PREVISIÓN DE INFLACIÓN



Probabilidad de que la inflación se sitúe dentro del intervalo:

20 % 40 % 60 % 80 %

USO DE MODELOS PARA ESTIMAR LA INCERTIDUMBRE EN LAS PREVISIONES

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE

Regresiones cuantílicas

Permiten obtener predicciones más allá de las previsiones puntuales.

Con una función de densidad completa puede reflejar la incertidumbre sobre el futuro

Manejan con naturalidad las asimetrías: cuantificando riesgos al alza y a la baja. Captura mejor comportamientos no lineales

Modelo QRF del Banco de España Galara y Pacce (2025)

Modelo de inteligencia artificial para prever la inflación en España, basado en Lenza, Moutachaker & Paredes (2023)

76 variables (encuestas, precios, financieras, ...) El modelo informa de que variables dominan en cada cuartil, aportando una narrativa de la incertidumbre

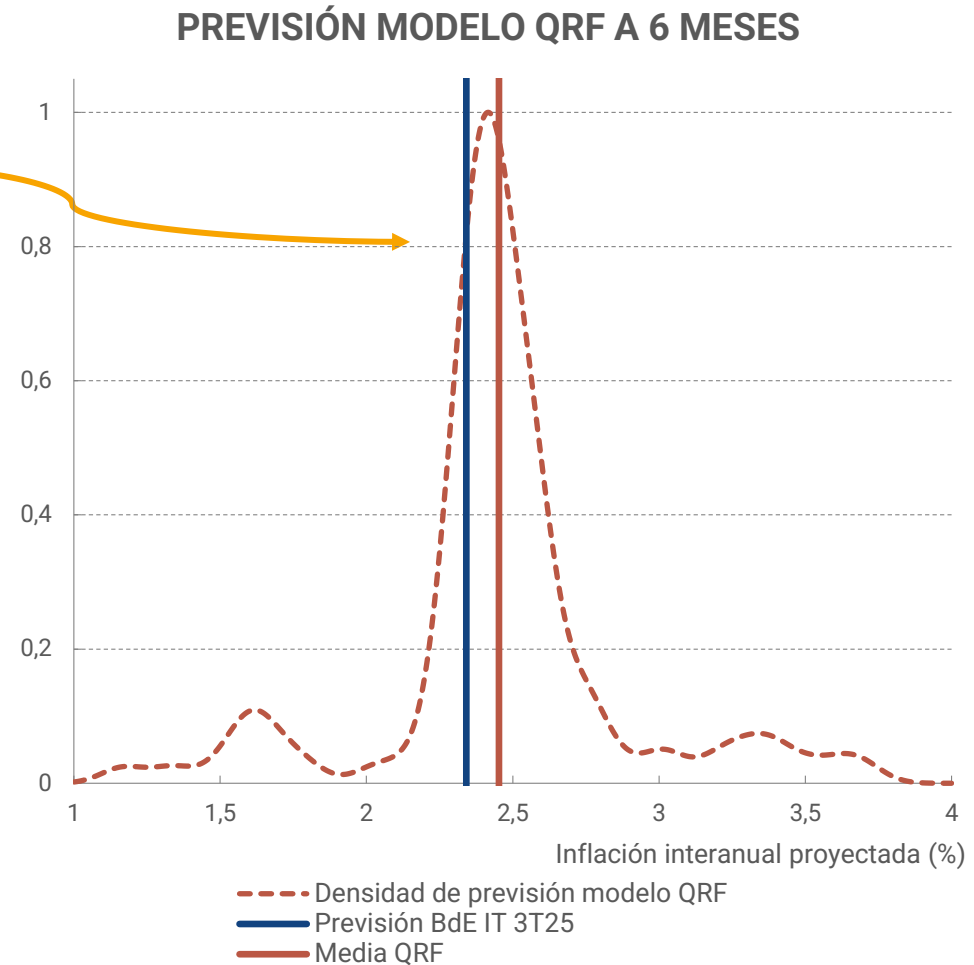
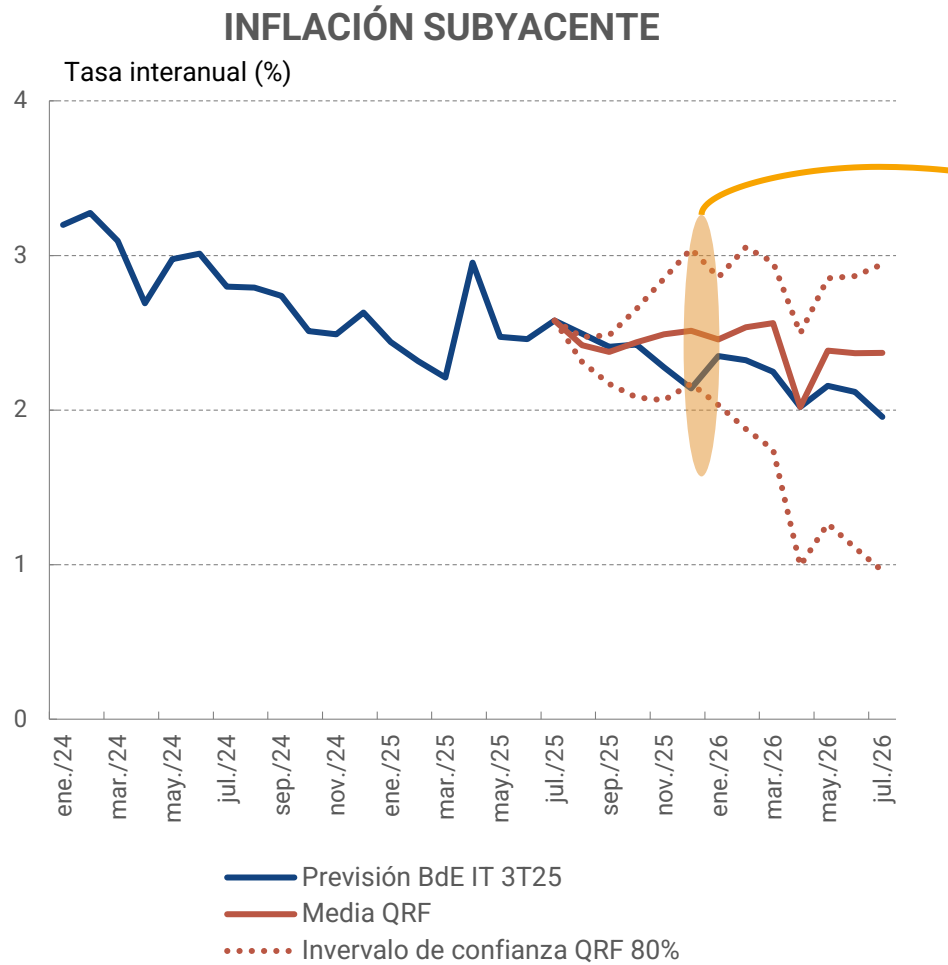
La capacidad predictiva del modelo es comparable al de las proyecciones publicadas en los ejercicios de proyección



El modelo QRF permite una caracterización de la incertidumbre de las previsiones de inflación

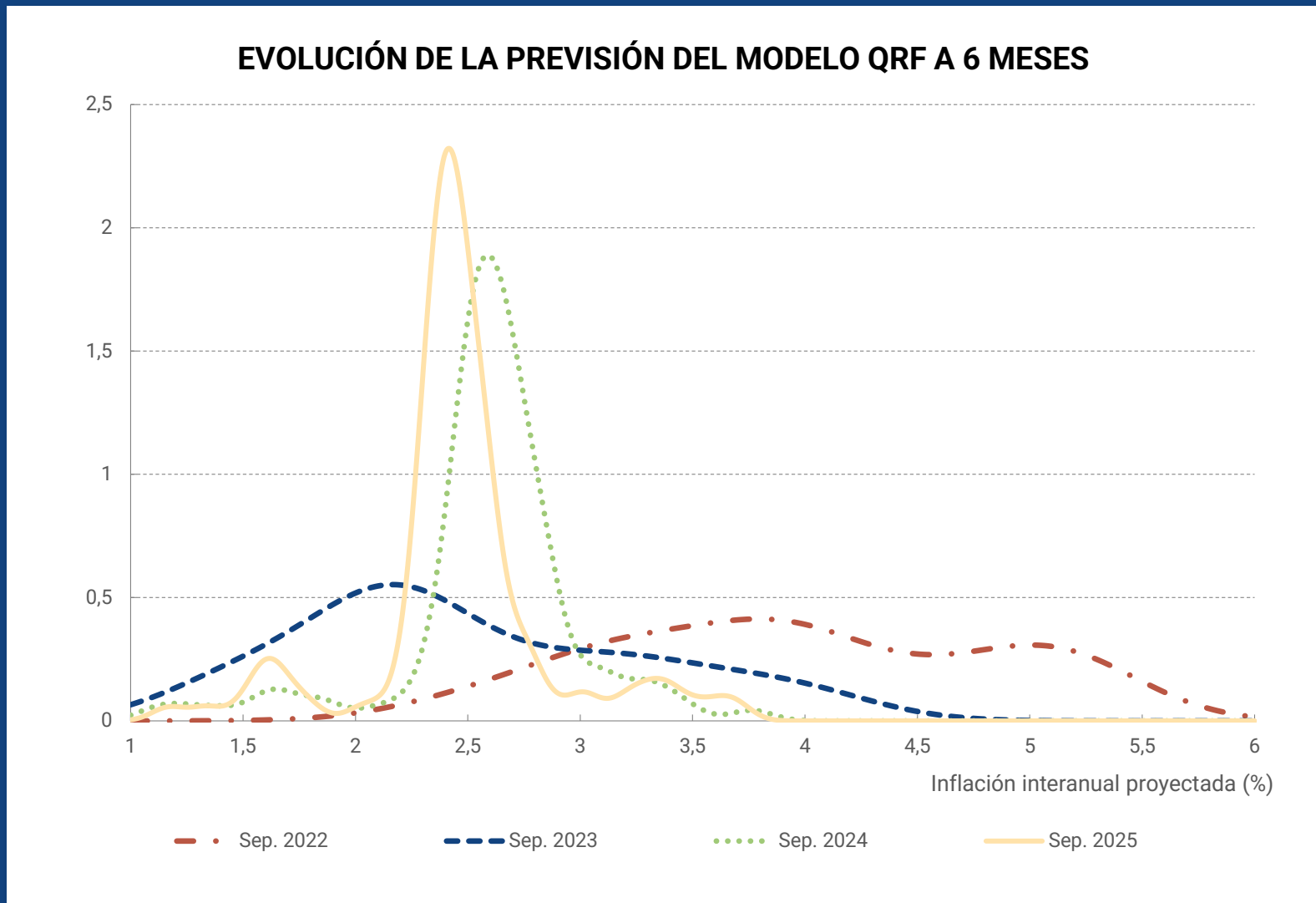
LAS PREVISIONES DEL BANCO ESTÁN EN LÍNEA CON LAS OBTENIDAS MEDIANTE EL MODELO QRF, QUE ADEMÁS APORTA INFORMACIÓN SOBRE LOS RIESGOS.

- 1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
- 2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
- 3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
- 4. SECTOR PÚBLICO
- 5. MERCADO DE TRABAJO
- 6. RIESGOS
- 7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



LA INCERTIDUMBRE SOBRE LA PREVISIÓN DEL IAPC SUBYACENTE HA DISMINUIDO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

1. CONTEXTO GLOBAL Y FINANCIERO
2. ACTIVIDAD
 - 2.1 REVISIÓN
 - 2.2 DATOS
 - 2.3 JUICIO
 - 2.4 SENDA DE PREVISIÓN
3. INFLACIÓN
 - 3.1 REVISIÓN
 - 3.2 DATOS
 - 3.3 SENDA DE PREVISIÓN
4. SECTOR PÚBLICO
5. MERCADO DE TRABAJO
6. RIESGOS
7. CUANTIFICACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE



- En 2022 la incertidumbre era muy elevada
- En 2024 y 2025 hay una marcada reducción de la incertidumbre, a la vez que se observa un desplazamiento a la izquierda de la masa de probabilidad (menos inflación esperada)

MUCHAS GRACIAS POR SU ATENCIÓN