

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ESPAÑA 2024-2027

ÁNGEL GAVILÁN

Director General de Economía

Madrid

17 de diciembre de 2024



ÍNDICE

1. Contexto global
2. Evolución reciente de la economía española
3. Proyecciones macroeconómicas 2024-2027
4. Focos de interés
 - 4.1. Tasa de ahorro y propensión a consumir
 - 4.2. Posible impacto económico de nuevas medidas arancelarias en Estados Unidos

ÍNDICE

1. Contexto global

2. Evolución reciente de la economía española

3. Proyecciones macroeconómicas 2024-2027

4. Focos de interés

4.1. Tasa de ahorro y propensión a consumir

4.2. Posible impacto económico de nuevas medidas arancelarias en Estados Unidos

CONTEXTO GLOBAL

Actividad

- La economía mundial creció en 3T24 a un ritmo similar al de trimestres precedentes, en un contexto en el que la actividad siguió mostrando un comportamiento muy heterogéneo por sectores y geografías

Inflación

- El proceso de desinflación se ha consolidado a escala global, si bien las presiones inflacionistas en los servicios continúan mostrando una cierta resistencia a la baja

Energía

- Los precios del crudo se sitúan por debajo de los niveles anticipados hace tres meses, en parte como consecuencia de la debilidad de la demanda procedente de China
- Por el contrario, la cotización del gas natural ha repuntado recientemente debido a algunas disrupciones que se han producido por el lado de la oferta

Política monetaria

- La política monetaria mantiene una senda de relajación en la mayoría de las economías mundiales
- En comparación con las expectativas que los mercados tenían hace tres meses, ahora se espera una relajación más intensa de la política monetaria en el área del euro y menos acusada en Estados Unidos

Mercados financieros

- En Estados Unidos, mejor desempeño reciente de los activos con riesgo que en otras geografías, apreciación del dólar frente a las principales divisas mundiales y aumento de las expectativas de inflación
- Incrementos en la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo en las principales economías mundiales. En Europa, descensos de los diferenciales soberanos frente al Bund alemán en España e Italia, pero aumentos en Francia

Área del euro

- La actividad económica sigue mostrando signos de debilidad, mientras que la inflación se desacelera a un ritmo ligeramente más intenso del anticipado unos meses atrás
- Las previsiones de diciembre del Eurosistema mantienen un escenario central de recuperación gradual de la actividad y de ralentización progresiva de las presiones inflacionistas, si bien el crecimiento del PIB y las tasas de inflación general se revisan ligeramente a la baja con respecto a las proyecciones de septiembre

ÍNDICE

1. Contexto global

2. Evolución reciente de la economía española

3. Proyecciones macroeconómicas 2024-2027

4. Focos de interés

4.1. Tasa de ahorro y propensión a consumir

4.2. Posible impacto económico de nuevas medidas arancelarias en Estados Unidos

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

ACTIVIDAD

Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) de 3T24

- Según los [datos de avance de la CNTR](#), el crecimiento del PIB se situó en el 0,8% en 3T24, la misma tasa que en 2T24 y 0,2 pp por encima de la prevista en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre
- El crecimiento en 3T24 descansó en el consumo, tanto público como privado. Por el contrario, la formación bruta de capital y la demanda exterior neta tuvieron una contribución levemente negativa al avance del PIB
- El [dinamismo reciente de la actividad en España](#) sigue siendo muy superior al observado en la UEM, si bien existe una notable heterogeneidad entre las principales economías de la región

Empleo

- El ritmo de [creación de empleo](#) en el cuarto trimestre se mantendría en niveles similares a los de 3T24

Indicadores de confianza

- Con información hasta noviembre, los [índices PMI](#) se mantienen en terreno claramente expansivo, a diferencia de lo que sucede en la UEM

Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)

- Los [resultados de la EBAE](#) apuntan a un aumento de la facturación de las empresas españolas en 4T24

Condiciones financieras

- La [financiación al sector privado](#) ha seguido aumentando en los últimos meses, al tiempo que la caída de los tipos de interés comienza a reducir el coste medio de los préstamos vivos

El análisis conjunto de los distintos indicadores disponibles apunta a que el ritmo de avance del PIB en el cuarto trimestre del año seguiría siendo robusto, a pesar del impacto adverso de la DANA sobre la actividad (■), y podría situarse entre el 0,6% y el 0,7% intertrimestral

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

PRECIOS

- En noviembre, la tasa de inflación general repuntó desde el 1,8% hasta el 2,4% –misma tasa que en agosto–. Este repunte se debió, principalmente, a efectos base transitorios en los precios de la energía, que ya se esperaban

- En todo caso, la evolución de la tasa de inflación general ha sorprendido a la baja en los últimos meses, fundamentalmente como consecuencia de una desaceleración de los precios de los alimentos más intensa de la prevista (desde el 2,7% en agosto al 2,0% en noviembre)

[Nótese que, en estos últimos meses, los precios de los alimentos han estado condicionados por el incremento, el 1 de octubre, del tipo del IVA aplicable a algunos de estos productos]

- Por su parte, la inflación subyacente prosiguió su senda de desaceleración y cayó desde el 2,8% en agosto hasta el 2,5% en noviembre, acorde con lo anticipado

- Este comportamiento de la inflación subyacente enmascara, no obstante, una desaceleración más intensa de la prevista en la inflación de los bienes industriales no energéticos (de 0,4 pp hasta el 0,2%) y una moderación menor de la anticipada en los precios de los servicios (de 0,2 pp hasta el 3,5%)

- Entre las rúbricas de servicios, en línea con lo observado en el área del euro, destacan las elevadas tasas de inflación en los servicios de restauración y turismo, que, además, han mostrado recientemente una cierta ralentización en su senda de desaceleración

- La remuneración por asalariado sigue registrando crecimientos elevados, si bien los costes laborales unitarios (CLU) se desaceleraron en 3T24 gracias al avance de la productividad

- En los últimos trimestres, las presiones inflacionistas internas –aproximadas por el deflactor del valor añadido– se mantienen estables, en la medida en que los márgenes empresariales han compensado la desaceleración de los costes laborales unitarios

ÍNDICE

1. Contexto global
2. Evolución reciente de la economía española
- 3. Proyecciones macroeconómicas 2024-2027**
4. Focos de interés
 - 4.1. Tasa de ahorro y propensión a consumir
 - 4.2. Posible impacto económico de nuevas medidas arancelarias en Estados Unidos

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 2024-2027

TABLA RESUMEN

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

				PROYECCIONES DE DICIEMBRE DE 2024 (a)				DIFERENCIAS RESPECTO A LAS PREVISIONES DE SEPTIEMBRE		
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026
PIB	6,7	6,2	2,7	3,1	2,5	1,9	1,7	0,3	0,3	0,0
Índice armonizado de precios de consumo (IAPC)	3,0	8,3	3,4	2,9	2,1	1,7	2,4	0,0	0,0	-0,1
IAPC sin energía ni alimentos	0,6	3,8	4,1	2,9	2,3	1,9	1,8	0,1	0,1	0,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	14,9	13,0	12,2	11,5	10,8	10,4	9,9	0,0	-0,2	-0,3
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-6,7	-4,6	-3,5	-3,4	-2,9	-2,7	-2,7	-0,1	0,2	0,5
Deuda de las AAPP (% del PIB)	115,7	109,5	105,1	103,1	102,6	102,5	101,8	-2,3	-2,8	-3,8

Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: avance tercer trimestre de 2024.

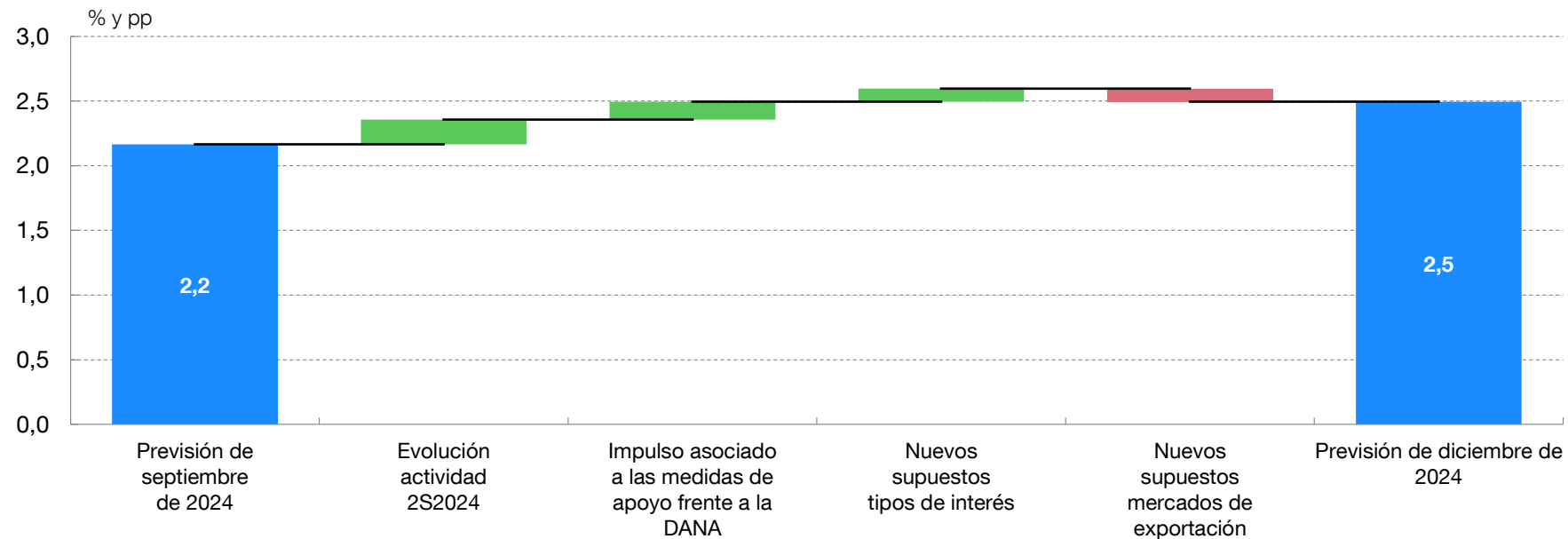
(a) Fecha de cierre de las proyecciones: 27 de noviembre de 2024.

Más detalles 

EN RELACIÓN CON EL EJERCICIO DE SEPTIEMBRE, LAS PROYECCIONES ACTUALES COMPORTAN UNA REVISIÓN AL ALZA DE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2024 Y EN 2025

- La revisión al alza de la **tasa de crecimiento del producto en 2024**, de tres décimas, se debe (i) al efecto arrastre positivo que resulta de los nuevos datos de la CNTR y (ii) a un dinamismo de la actividad en el segundo semestre del año más intenso de lo esperado
- La **tasa de avance del PIB prevista para 2025** también se revisa al alza en tres décimas como resultado (i) del efecto arrastre positivo asociado a un mayor vigor de la actividad en los últimos trimestres de 2024 del anticipado y (ii) del mayor crecimiento previsto ahora para el PIB durante el primer semestre de 2025 (en gran medida, debido al impulso fiscal que habría de resultar de las diversas medidas de apoyo desplegadas en respuesta a la DANA)
- **Cambios en los supuestos técnicos respecto al ejercicio de septiembre**: entre otros aspectos, se contemplan ahora unos tipos de interés más bajos, un euro más depreciado y unos menores precios del petróleo (en dólares)

CAMBIOS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2025

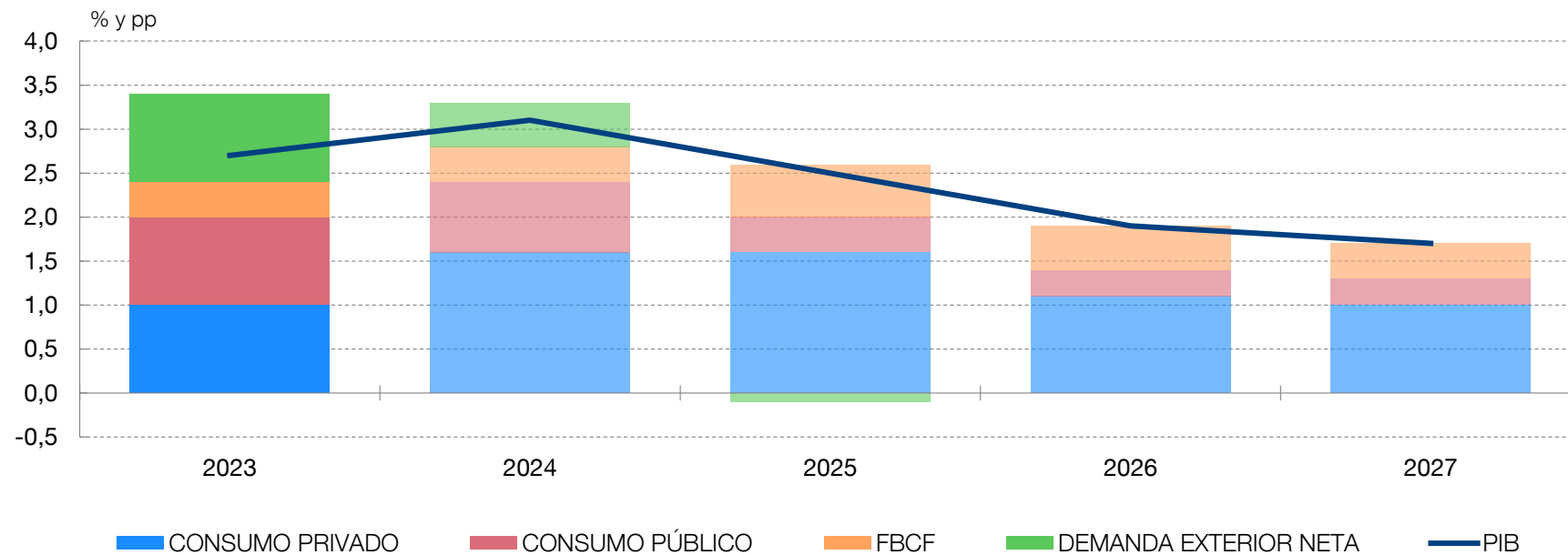


Fuente: Banco de España.

EL CRECIMIENTO DEL PIB EN LOS PRÓXIMOS AÑOS SE SUSTENTARÁ EN EL DINAMISMO DE LA DEMANDA INTERNA

- El **consumo privado** será la rúbrica con una mayor aportación al avance de la actividad a lo largo del horizonte de proyección, fruto de la evolución favorable que se proyecta para la renta disponible, el empleo y la confianza de los hogares, así como del incremento poblacional previsto
- La **formación bruta de capital**, que es el componente de la demanda cuya recuperación con respecto a los niveles previos a la pandemia exhibe un mayor retraso, aumentaría su contribución al crecimiento del PIB en los próximos trimestres, resultado de un mayor despliegue de los fondos NGEU y de unas mejores condiciones de financiación
- Por el contrario, se espera que el **consumo público** (que ha exhibido un notable vigor en 2023 y 2024) modere su aportación al aumento de la actividad en los próximos años y que la contribución de la **demanda exterior neta** al crecimiento del PIB (que se ha ido reduciendo en los últimos trimestres) sea prácticamente nula en 2025-2027

CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LOS PRINCIPALES COMPONENTES

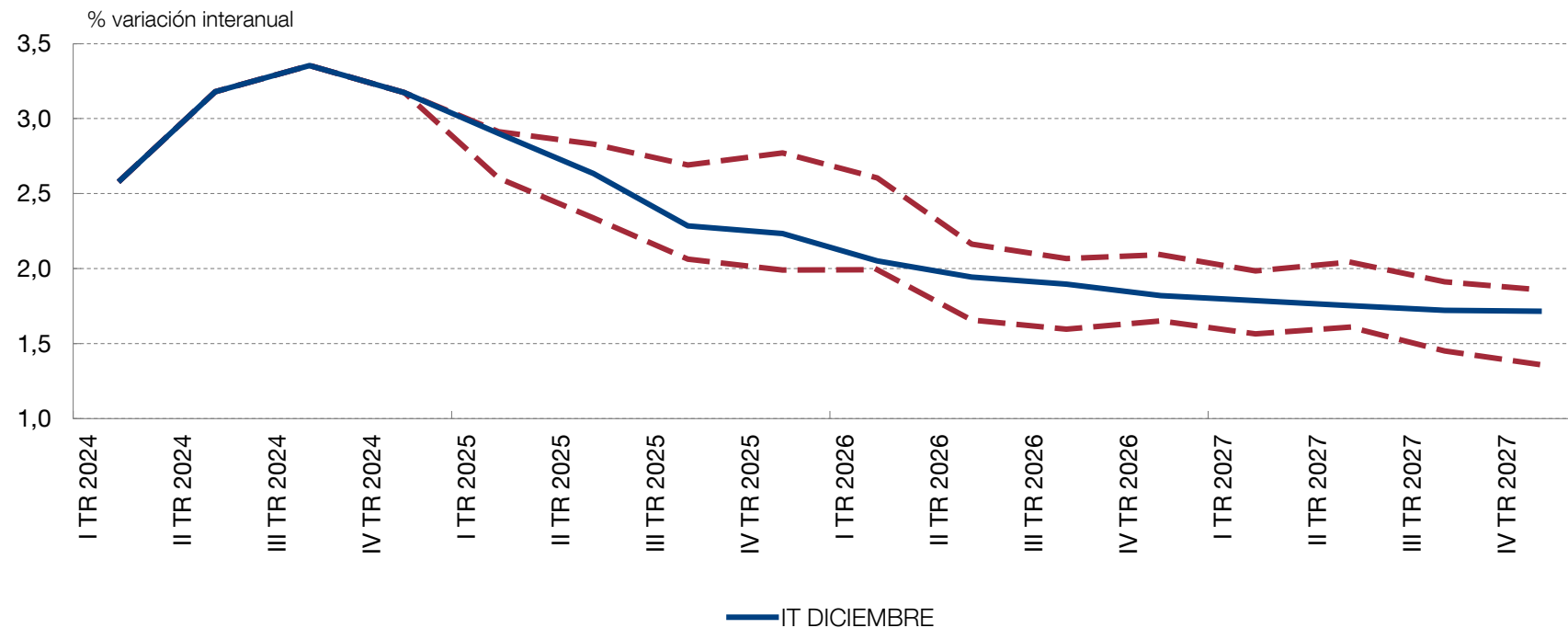


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

LA SENDA DE CRECIMIENTO QUE SE PROYECTA ES COHERENTE CON UNA DESACELERACIÓN GRADUAL DE LAS TASAS DE AVANCE DE LA ACTIVIDAD ...

- ... hacia valores más acordes con la **capacidad de crecimiento potencial de la economía española**, que se situaría, al final del horizonte de proyección, ligeramente por debajo del 2%
- La evolución prevista para el PIB en los próximos años está relativamente centrada dentro del rango de sendas que proyecta el **Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)** bajo distintos supuestos en relación, por ejemplo, con el impacto del programa NGEU sobre la inversión o con el carácter transitorio/estructural de las dinámicas más recientes observadas en las exportaciones (elevado dinamismo en las de servicios) e importaciones (menor elasticidad a la demanda interna)

PIB: EVOLUCIÓN PREVISTA VS SENDAS PROYECTADAS CON EL MTBE BAJO DISTINTOS SUPUESTOS

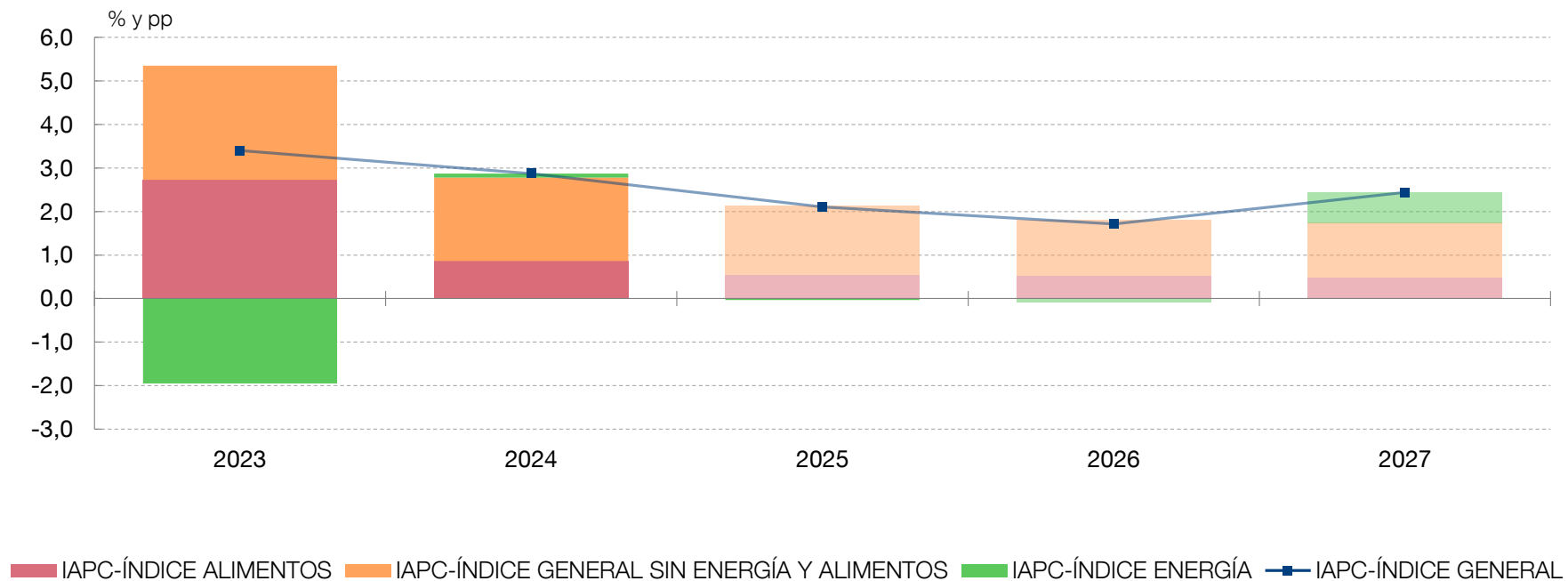


Fuente: [Modelo Trimestral del Banco de España](#).

EN LOS PRÓXIMOS MESES, SE ESPERA QUE LA INFLACIÓN SE MANTENGA RELATIVAMENTE ESTABLE Y QUE INICIE UNA SENDA DESCENDENTE HACIA TASAS CERCANAS AL 2% A PARTIR DE MARZO DE 2025

- La desaceleración prevista en 2024-2026 reflejaría una moderación gradual de la **inflación subyacente** y, especialmente en 2025, una **desaceleración de las presiones inflacionistas en los alimentos**. Todo ello, en un contexto en el que el **componente de energía** mostraría una contribución nula o levemente negativa al avance de los precios en el bienio 2025-2026
- En 2027, la tasa de inflación general volvería a repuntar como consecuencia de la introducción prevista de un **nuevo Régimen de comercio de derechos de emisión en la Unión Europea** (EU ETS2, por sus siglas en inglés), aspecto sobre el que, no obstante, existe una extraordinaria incertidumbre

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

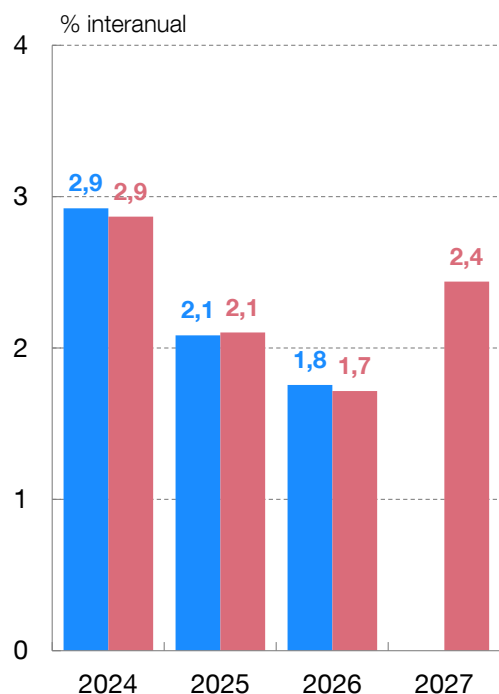


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

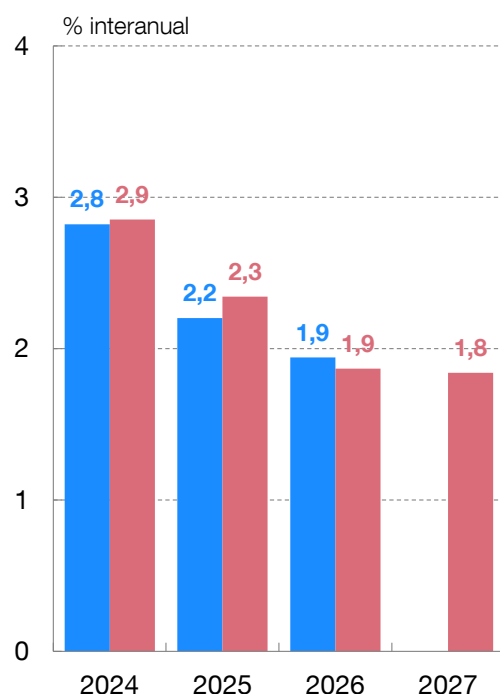
EN RELACIÓN CON EL EJERCICIO DE SEPTIEMBRE, LA SENDA PREVISTA PARA LA INFLACIÓN GENERAL SE MANTIENE CASI INALTERADA, PERO SE REVISA LA CONTRIBUCIÓN DE SUS RÚBRICAS PRINCIPALES

- Por un lado, **se revisan a la baja las presiones inflacionistas en 2024-2026 que provienen de los alimentos y de la energía**, dadas las sorpresas a la baja que se han observado recientemente en estas rúbricas y los nuevos supuestos, que contemplan unos precios futuros para la energía algo más bajos que en septiembre
- Por otro lado, **se revisan al alza las presiones inflacionistas subyacentes**, dadas las sorpresas al alza que se han registrado en los últimos meses en la evolución de la inflación de los servicios y el mayor dinamismo de la actividad que incorporan las proyecciones actuales

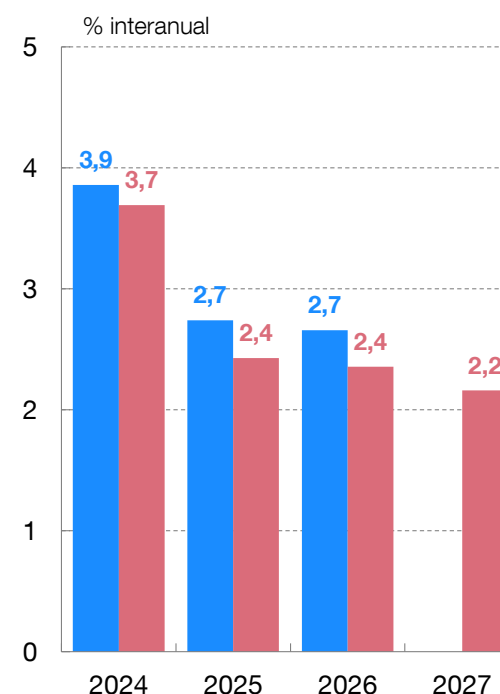
IAPC GENERAL



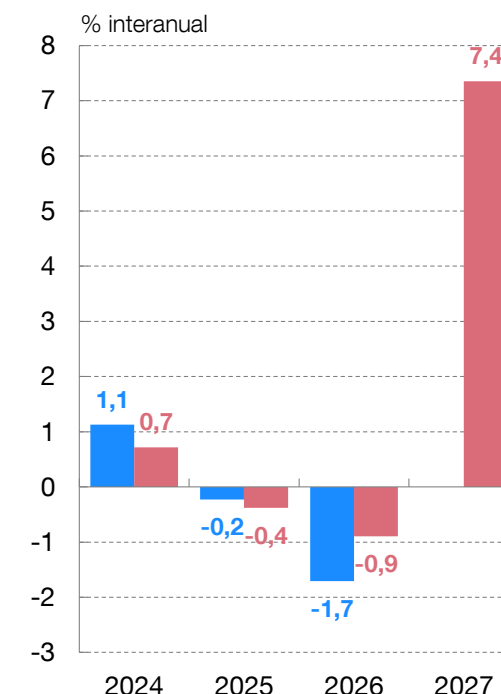
IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS



ALIMENTOS



ENERGÍA



■ SEPTIEMBRE DE 2024

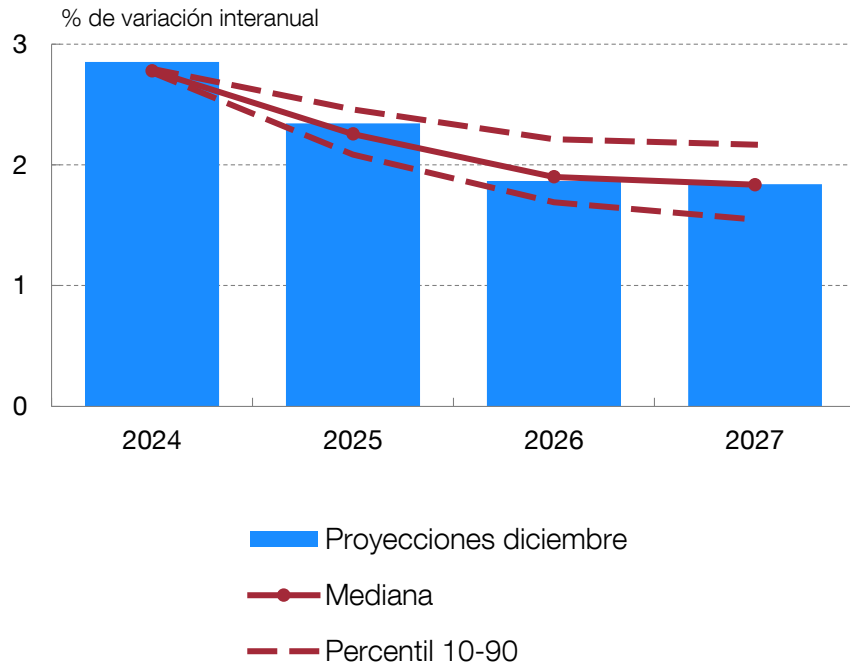
■ DICIEMBRE DE 2024

Fuente: Banco de España.

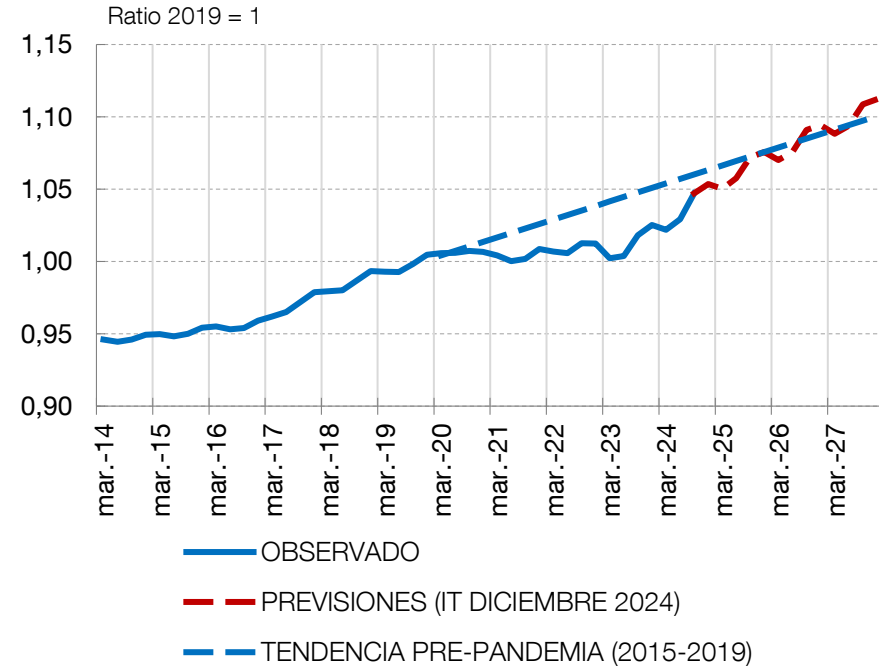
LA SENDA PROYECTADA PARA LA INFLACIÓN SUBYACENTE EN 2024-2027 ES COHERENTE CON LA QUE SUGIEREN UN CONJUNTO AMPLIO DE MODELOS DE CURVA DE PHILLIPS ...

- ... y también contempla que el **precio relativo de los servicios frente a los bienes industriales no energéticos (BINE)** retorna a su tendencia previa a la pandemia

INFLACIÓN SUBYACENTE: EVOLUCIÓN PREVISTA VS SENDAS PROYECTADAS POR MODELOS DE CURVA DE PHILLIPS



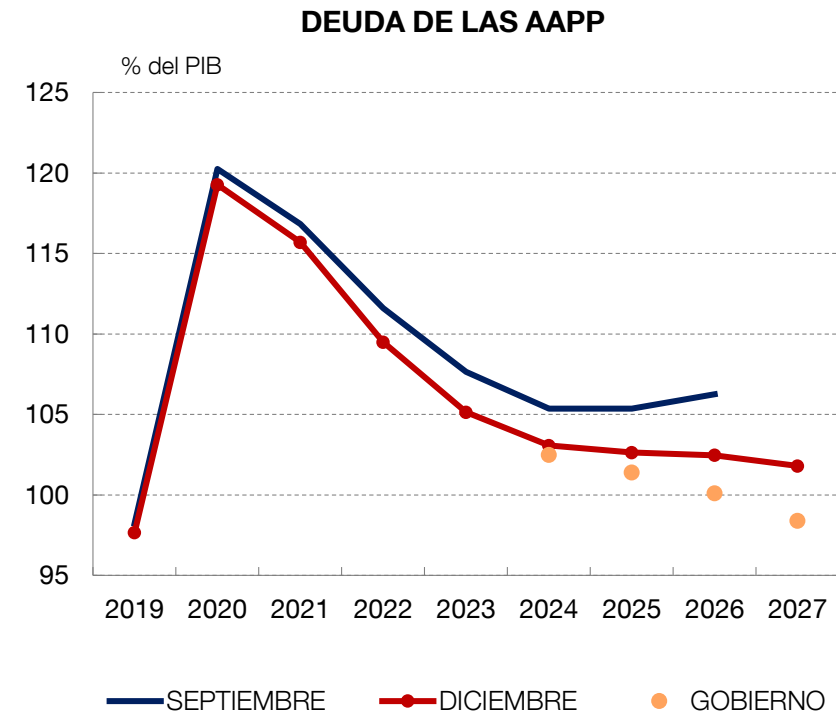
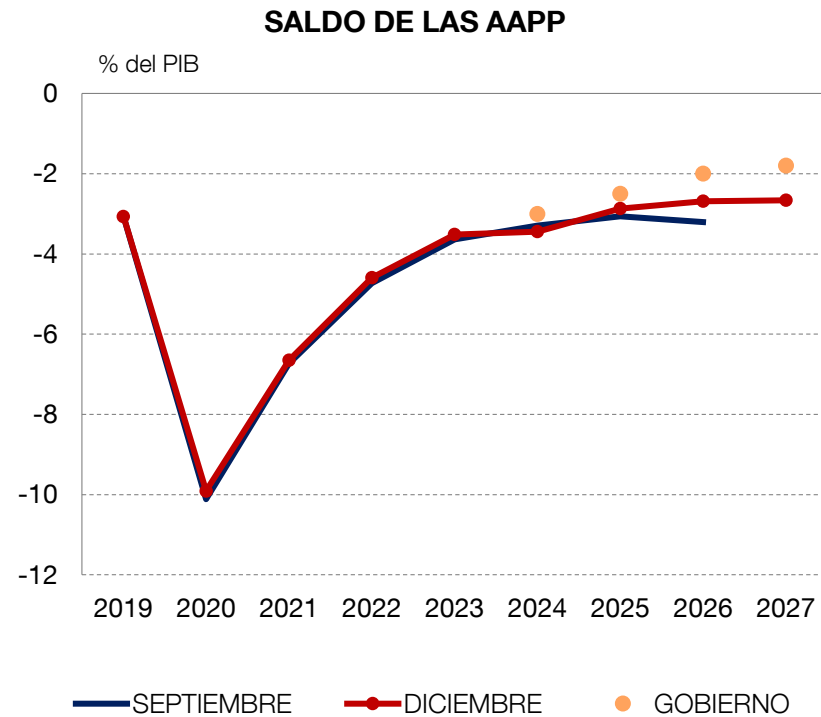
ESPAÑA: PRECIOS RELATIVOS SERVICIOS VS BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS (a)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

(a) Ratio de IAPC de servicios vs IAPC de bienes industriales no energéticos. Año base 2019. Media móvil de seis meses. La tendencia pre-pandémica se estima con información desde 2015 a 2019.

- En términos generales, **con respecto a lo proyectado en septiembre**, el escenario fiscal experimenta una mejora, en línea con (i) el mayor crecimiento previsto para la actividad, (ii) el cambio en la composición de dicho crecimiento, y (iii) el **reciente paquete de medidas fiscales** –sobre el que aún existe una considerable incertidumbre–
- **No obstante, en el corto plazo, el saldo de las AAPP se deteriora en relación con lo previsto en septiembre**, debido a las diversas medidas de apoyo desplegadas en respuesta a la DANA –que podrían implicar un incremento del gasto cercano al 0,5% del PIB, que se repartiría entre 2024 y 2025–



BALANCE DE RIESGOS EN ESTE EJERCICIO DE PROYECCIONES

Principales fuentes de riesgo externas

Una mayor fragmentación comercial a escala global (véase Foco #2)
[que podría derivarse, en los próximos meses, de un eventual aumento de los aranceles a las importaciones por parte de la nueva administración estadounidense]

Un agravamiento de algunas de las tensiones geopolíticas actuales
[por ejemplo, de los conflictos bélicos en Ucrania y Oriente Medio]

Una corrección brusca en el precio de los activos financieros
[por ejemplo, por una revisión abrupta de las expectativas sobre las sendas futuras de los tipos de interés oficiales en EEUU o la UEM, un deterioro de las perspectivas económicas en China, o diversas sorpresas de naturaleza geopolítica]

Una mayor incertidumbre sobre las políticas económicas, presentes y futuras, en economías como la francesa o la alemana

Principales fuentes de riesgo internas

Velocidad con la que el proceso desinflacionario podría discurrir a lo largo del horizonte de proyección

Evolución futura de la inversión empresarial y del consumo de los hogares (véase Foco #1)

Cumplimiento estricto del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP) 2025-2028



Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones para la economía española se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y ligeramente al alza en relación con la inflación

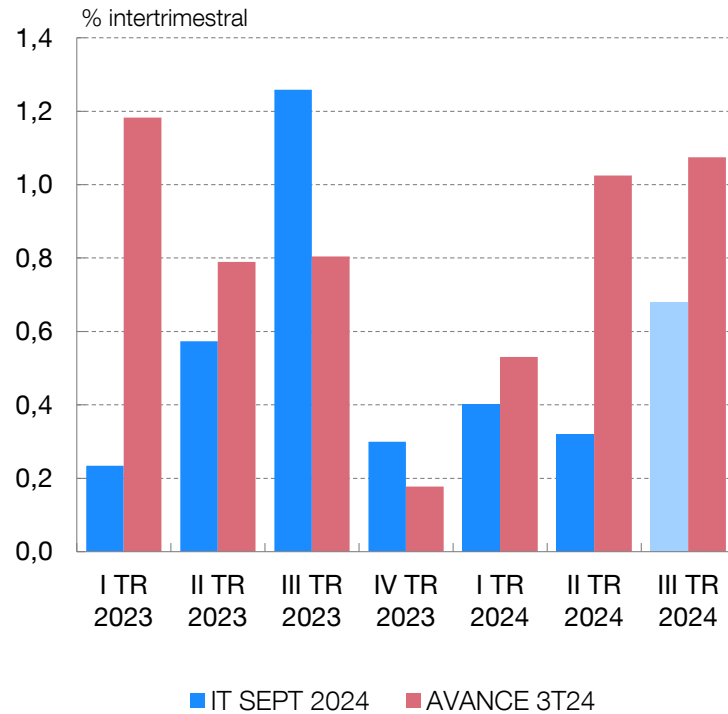
ÍNDICE

1. Contexto global
2. Evolución reciente de la economía española
3. Proyecciones macroeconómicas 2024-2027
- 4. Focos de interés**
 - 4.1. Tasa de ahorro y propensión a consumir**
 - 4.2. Posible impacto económico de nuevas medidas arancelarias en Estados Unidos

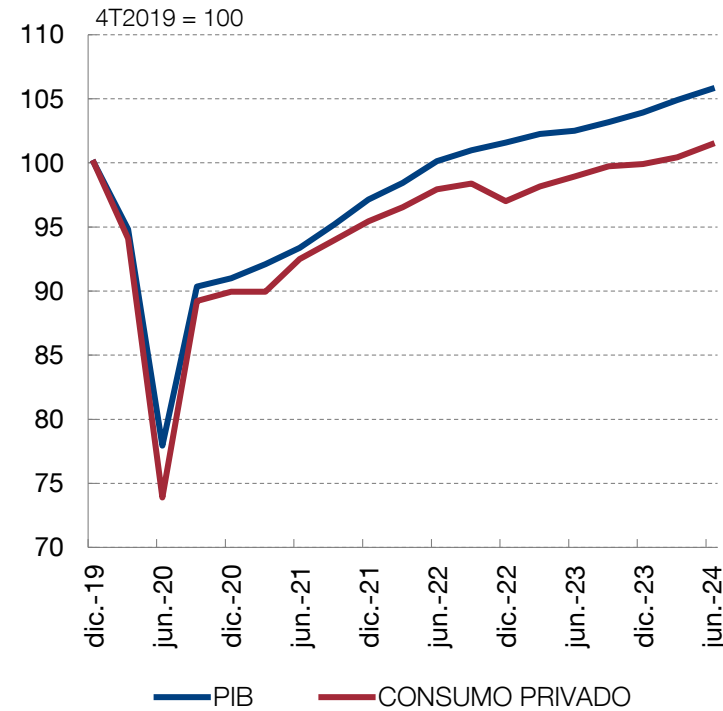
A PESAR DE QUE LOS DATOS MÁS RECIENTES DE LA CONTABILIDAD NACIONAL HAN SUPUESTO UNA REVISIÓN AL ALZA DEL NIVEL DE CONSUMO PRIVADO ...

- ... (i) la **recuperación de este componente** de la demanda se encuentra sensiblemente retrasada con respecto a la registrada por el PIB,
- ... (ii) el **consumo medio por hogar** permanece por debajo de los niveles previos a la pandemia, y
- ... (iii) la **tasa de ahorro** –que se ha revisado recientemente al alza– continúa por encima de su nivel de 2019 y también de su promedio histórico

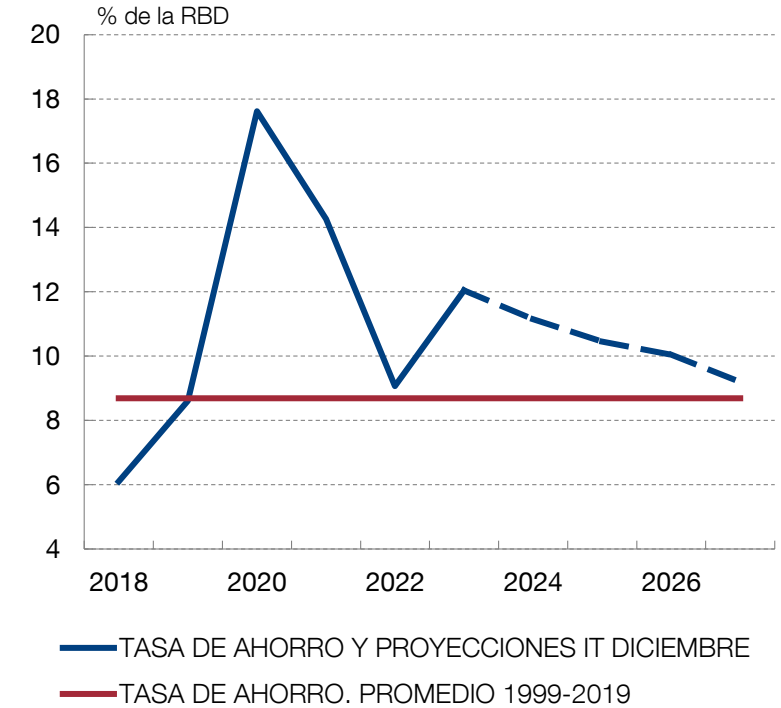
EVOLUCIÓN DEL CONSUMO PRIVADO



CONSUMO PRIVADO Y PIB



TASA DE AHORRO. EVOLUCIÓN RECIENTE Y PREVISTA



Fuente: Instituto Nacional de Estadística. Último dato: Tercer trimestre de 2024.

FACTORES QUE PUEDEN EXPLICAR CAMBIOS EN LA TASA DE AHORRO AGREGADA

Cambios en la composición de la población

- **Diferentes tipos de hogares** –por ejemplo, por renta, edad o nacionalidad– tienen distintas tasas de ahorro

Cambios en la posición cíclica de la economía

- En **períodos recesivos**, los hogares pueden querer aumentar su tasa de ahorro –por ejemplo, por un deterioro del mercado laboral–, mientras que, en **expansiones**, sucedería lo contrario

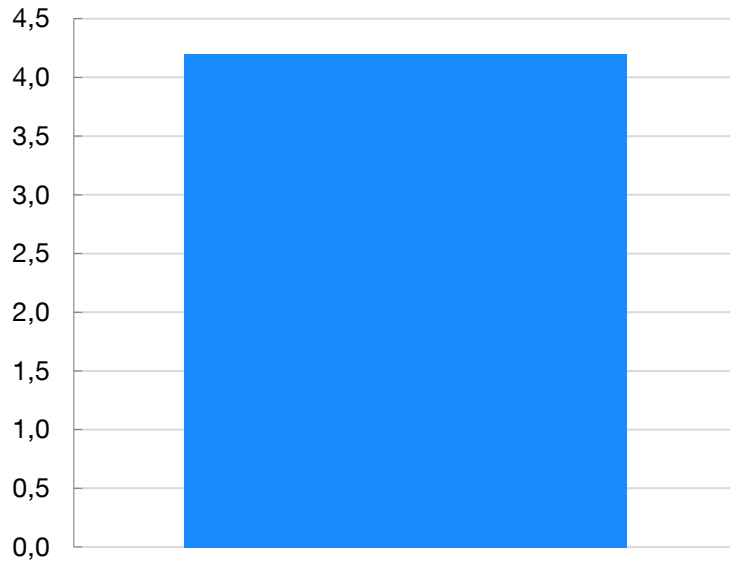
Cambios en los patrones de consumo por motivos distintos del ciclo económico

- Independientemente del ciclo económico, los hogares pueden modificar su tasa de ahorro por otros motivos. Por ejemplo, por **cambios en el nivel deseado de activos netos**, en las **restricciones de liquidez**, en sus **niveles de renta o riqueza**, o en sus **preferencias acerca del consumo**

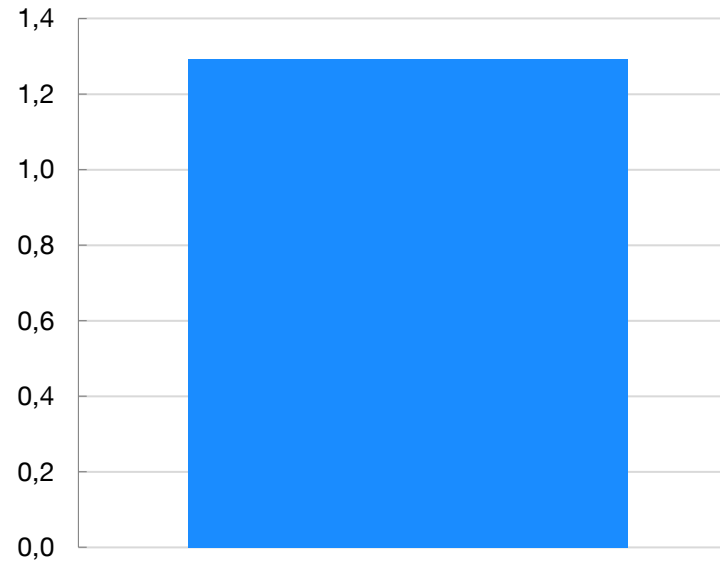
¿CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN POBLACIONAL Y EN LA SITUACIÓN CÍCLICA?

- El peso de los hogares con cabeza de familia de nacionalidad extranjera ha aumentado en más de 4 pp en España desde 2019. En promedio, estos hogares ahorran más que el resto (una vez tenidos en cuenta los otros determinantes principales de la tasa de ahorro)
- Se observa una relación negativa entre el output gap y la propensión marginal a ahorrar de los hogares. En todo caso, durante el período 2021-2023, las propensiones marginales a ahorrar se mantuvieron por encima de las que implicaría la relación cíclica histórica entre output gap y ahorro

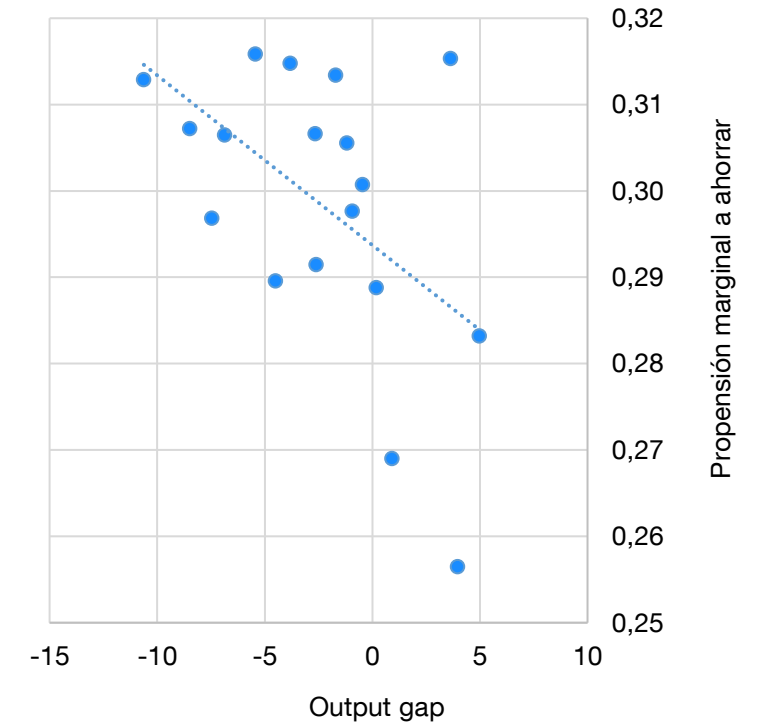
CAMBIO, ENTRE 2019T4 Y 2024T3, EN EL PESO POBLACIONAL DE LOS HOGARES CON CABEZA DE FAMILIA DE NACIONALIDAD EXTRANJERA (EN PP)



DIFERENCIAL ENTRE LA TASA DE AHORRO DE LOS RESIDENTES CON NACIONALIDAD EXTRANJERA/DOBLE NACIONALIDAD VS NACIONALIDAD ÚNICAMENTE ESPAÑOLA (EN PP)



RELACIÓN ENTRE EL OUTPUT GAP Y LA PROPENSIÓN MARGINAL A AHORRAR

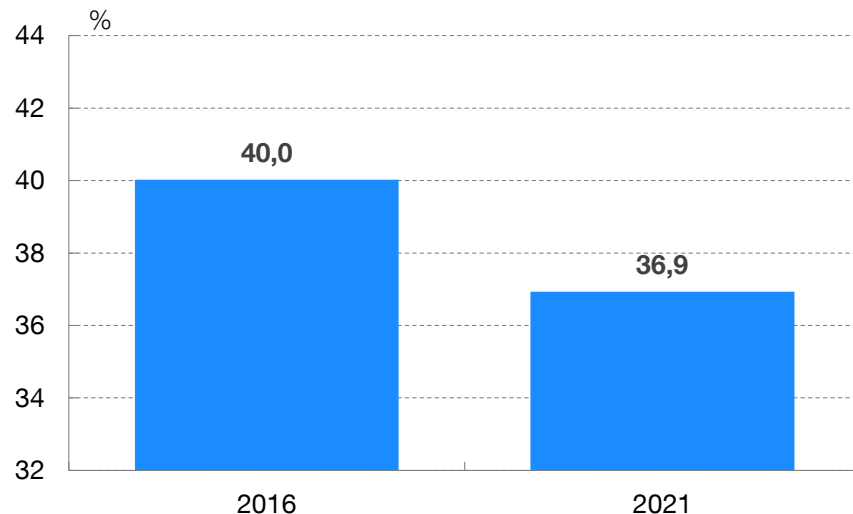


Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

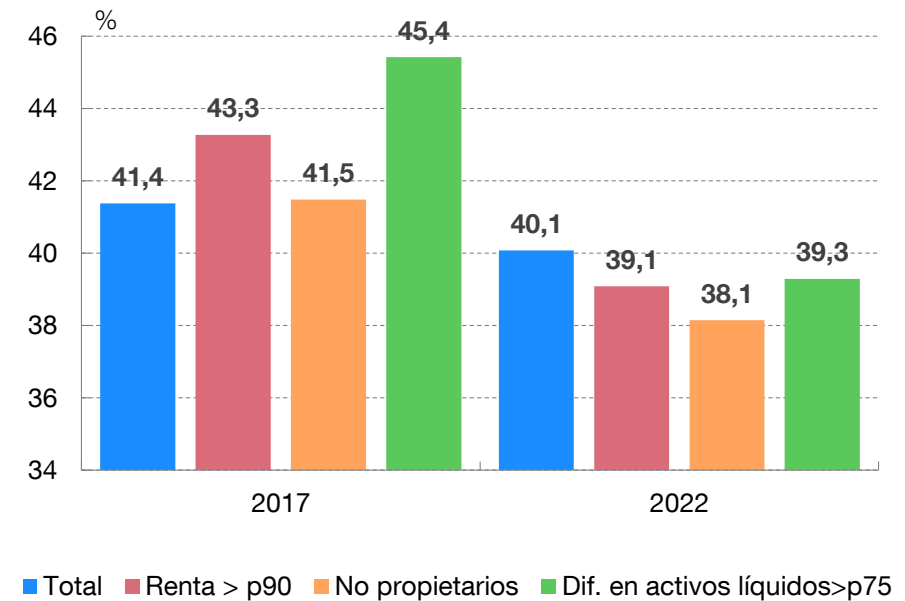
¿CAMBIOS EN LOS PATRONES DE CONSUMO DE LOS HOGARES?

- A partir de la Encuesta de Competencias Financieras (ECF) y de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) se puede calcular la **Propensión Marginal al Consumo** (MPC, por sus siglas en inglés)
- Pregunta para determinar la MPC: ¿Qué proporción de un premio de lotería equivalente a un mes de ingresos gastarían en los siguientes 12 meses?
- Tanto la ECF como la EFF apuntan a una **caída de las MPC a lo largo de los últimos años**. De acuerdo con la EFF, esta caída ha sido especialmente acusada para los **hogares con mayor renta**, para los **hogares en régimen de alquiler**, y para los **hogares cuyos activos líquidos han aumentado más**
- Se estima que **la tasa de ahorro agregada habría aumentado en cerca de 2 pp entre 2017 y 2022** debido a estos cambios en las MPC

EVOLUCIÓN DE LA MPC MEDIA SEGÚN LA ECF



EVOLUCIÓN DE LA MPC MEDIA SEGÚN LA EFF



Fuentes: Encuesta de Competencias Financieras (ECF) y Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España..

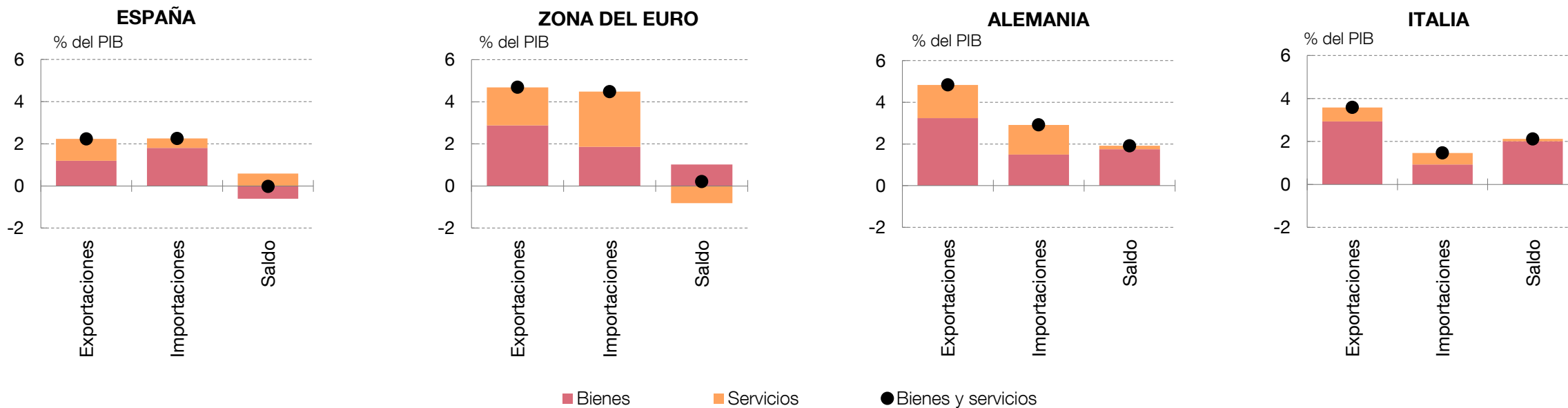
ÍNDICE

1. Contexto global
2. Evolución reciente de la economía española
3. Proyecciones macroeconómicas 2024-2027
- 4. Focos de interés**
 - 4.1. Tasa de ahorro y propensión a consumir
 - 4.2. Posible impacto económico de nuevas medidas arancelarias en Estados Unidos**

ENTRE OTRAS MEDIDAS, LA NUEVA ADMINISTRACIÓN ELECTA EN EEUU PODRÍA PLANTEAR UN AUMENTO SIGNIFICATIVO DE LOS ARANCELES A LAS IMPORTACIONES EN LOS PRÓXIMOS MESES

- A expensas de que estas políticas se conozcan con un mayor grado de detalle –y de que eventualmente se aprueben–, es difícil valorar sus **implicaciones macroeconómicas**, no solo para EEUU sino también a escala global
- Dichos impactos dependerán, entre otros factores inciertos, de las potenciales **represalias comerciales** que adopten los países afectados, de los posibles **efectos de desviación de comercio** y del eventual deterioro que se produzca en la **confianza de los agentes**
- El Banco de España dispone de **tres modelos macroeconómicos globales** –que difieren, entre otros aspectos, en su nivel de desagregación sectorial y en las respuestas de la política monetaria–, con los que se pueden simular distintas políticas arancelarias
- Estas simulaciones apuntan a que **un hipotético aumento generalizado de los aranceles previsiblemente presionaría a la baja la actividad económica mundial y al alza la inflación**
- En comparación con la UEM, **estos impactos adversos serían algo menores en España** dado que la exposición comercial directa de España a Estados Unidos es menor que la que se observa en el promedio del área del euro y, por ejemplo, en Alemania y en Italia

BALANZA COMERCIAL CON EEUU EN 2023



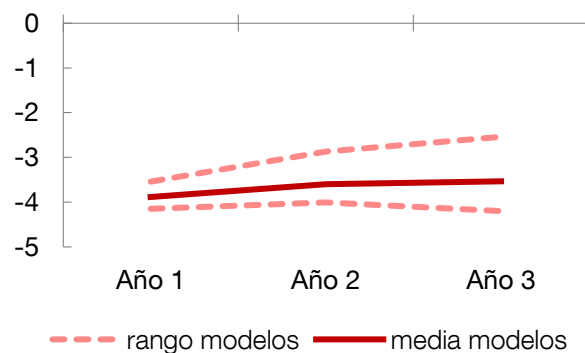
Fuente: Eurostat.

IMPACTO DE UN ARANCEL DE EEUU, DEL 10%, PARA TODAS LAS IMPORTACIONES

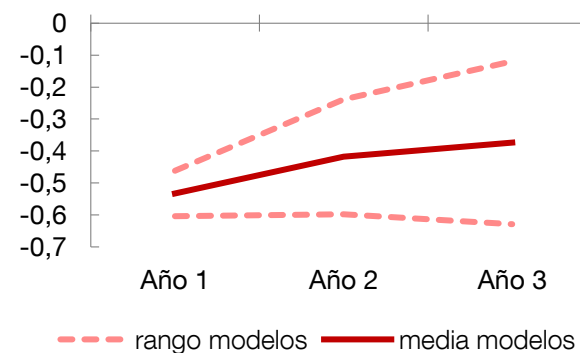
TIPOS DE CAMBIOS Y TIPOS DE INTERÉS

- Depreciación del euro y tipos de interés comparativamente más altos en EEUU

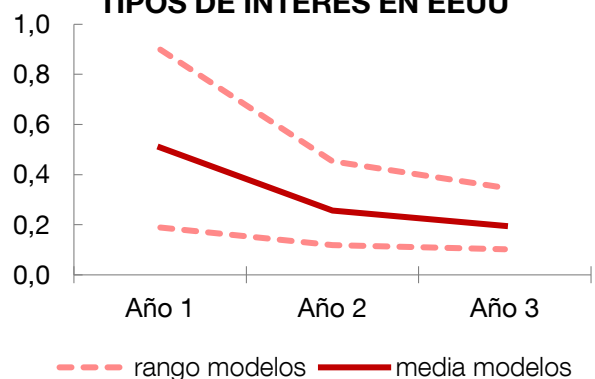
TIPO DE CAMBIO: \$ POR EURO



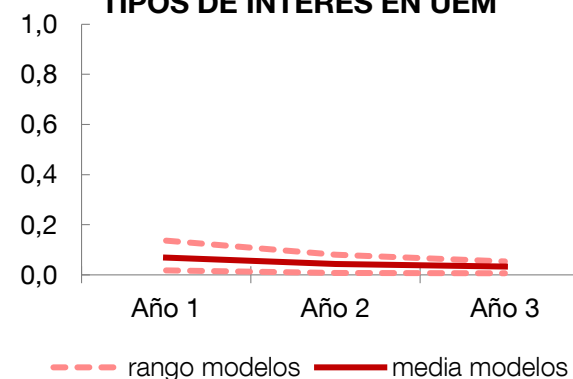
TIPO DE CAMBIO: TCEN EURO



TIPOS DE INTERÉS EN EEUU



TIPOS DE INTERÉS EN UEM

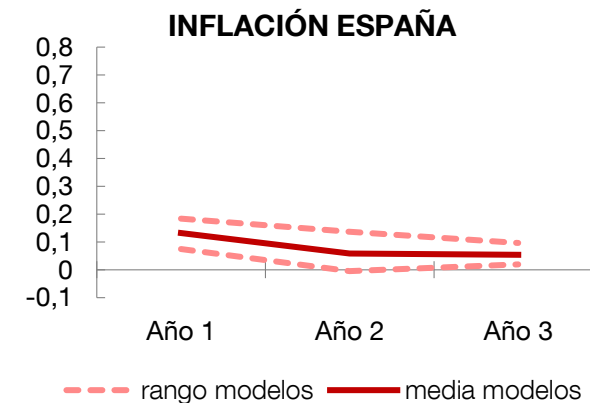
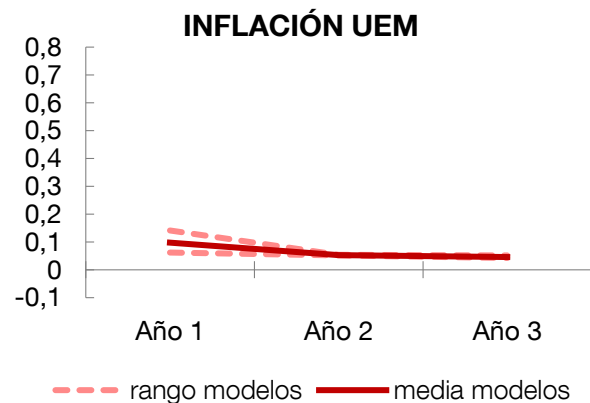
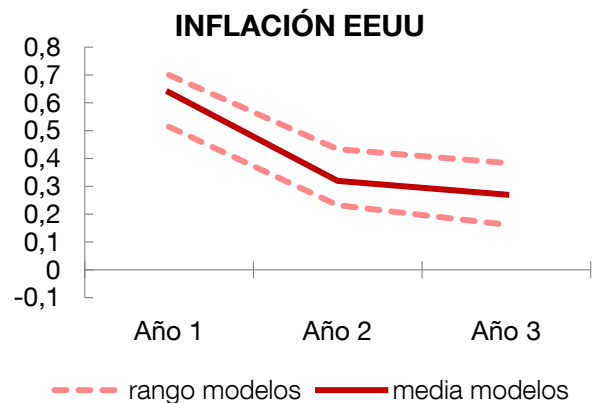
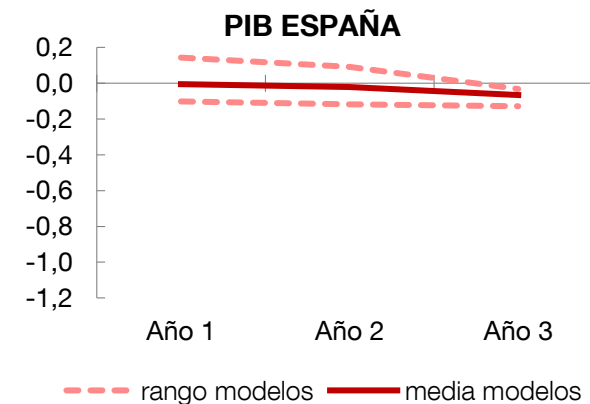
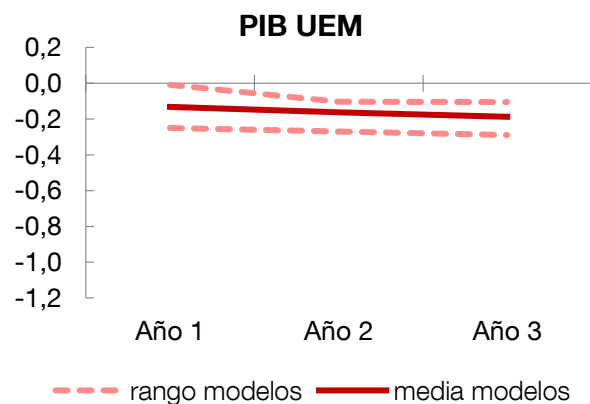
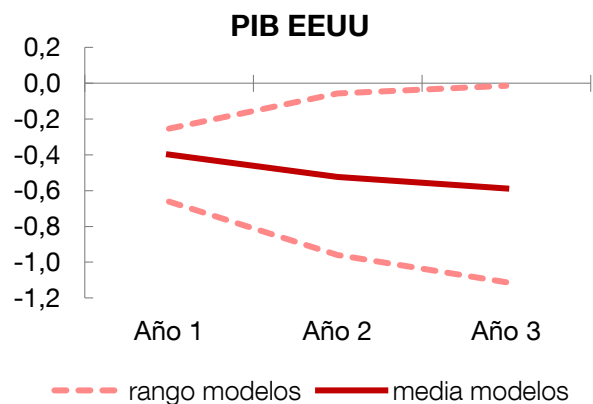


Fuente: Banco de España

Unidades de medida: desviaciones con respecto al nivel en puntos porcentuales.

IMPACTO DE UN ARANCEL DE EEUU, DEL 10%, PARA TODAS LAS IMPORTACIONES PIB E INFLACIÓN

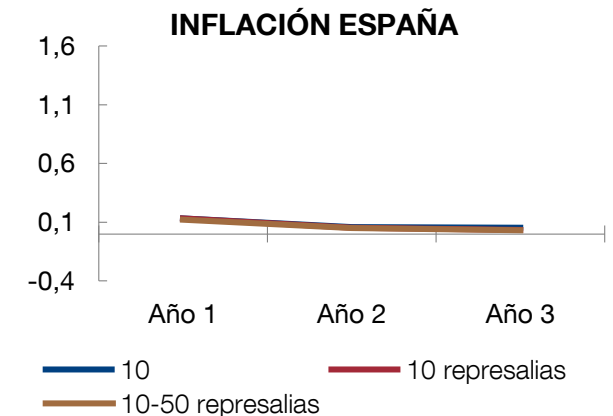
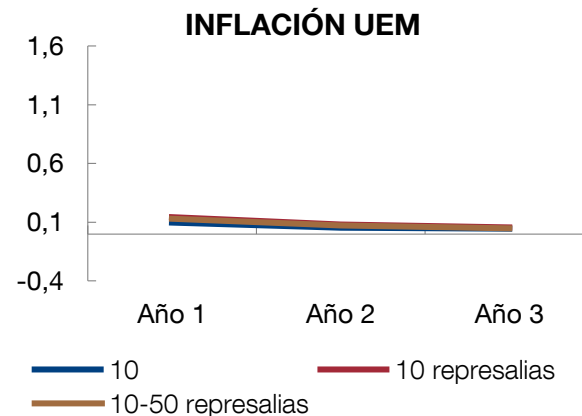
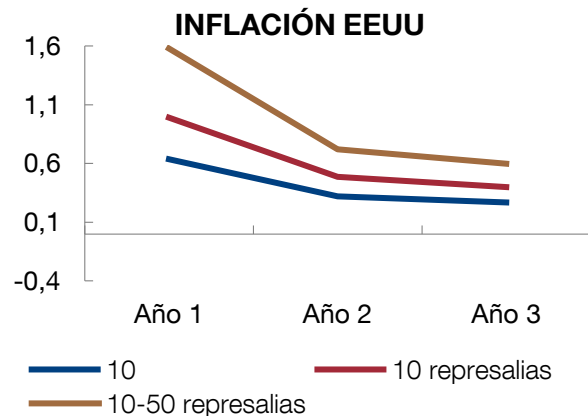
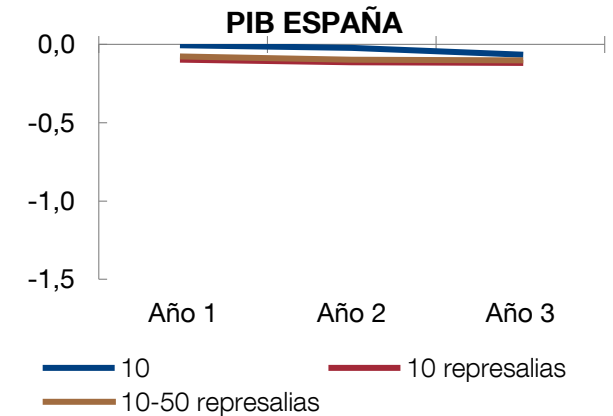
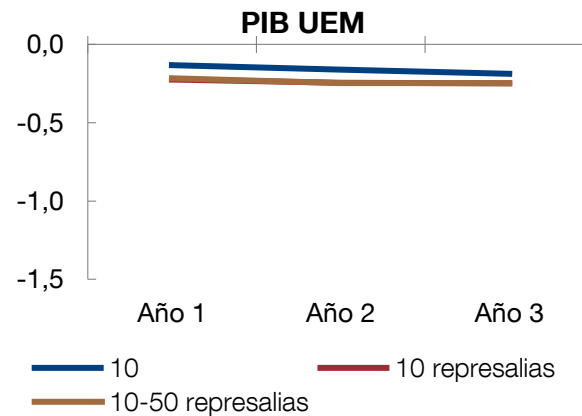
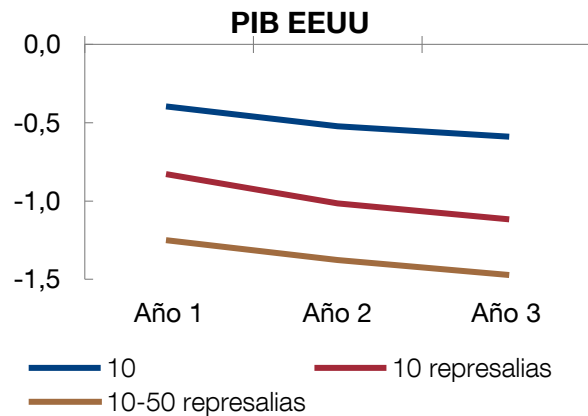
- La inflación en el área del euro y en España aumentaría levemente, principalmente por la depreciación del TCEN



Fuente: Banco de España
Unidades de medida: desviaciones con respecto al nivel en puntos porcentuales.

IMPACTO DE UN ARANCEL DE EEUU, DEL 10%, PARA TODAS LAS IMPORTACIONES, CON REPRESALIAS PIB E INFLACIÓN

- Escenario “10 represalias”: añade al escenario anterior aranceles simétricos, del 10%, por parte del resto del mundo a Estados Unidos
- Escenario “10-50 represalias”: igual al anterior, pero el arancel de EEUU a China aumenta en 50 pp y China toma represalias simétricas



Fuente: Banco de España. Nota: cada línea representa el efecto promedio entre los tres modelos en cada escenario
Unidades de medida: desviaciones con respecto al nivel en puntos porcentuales.

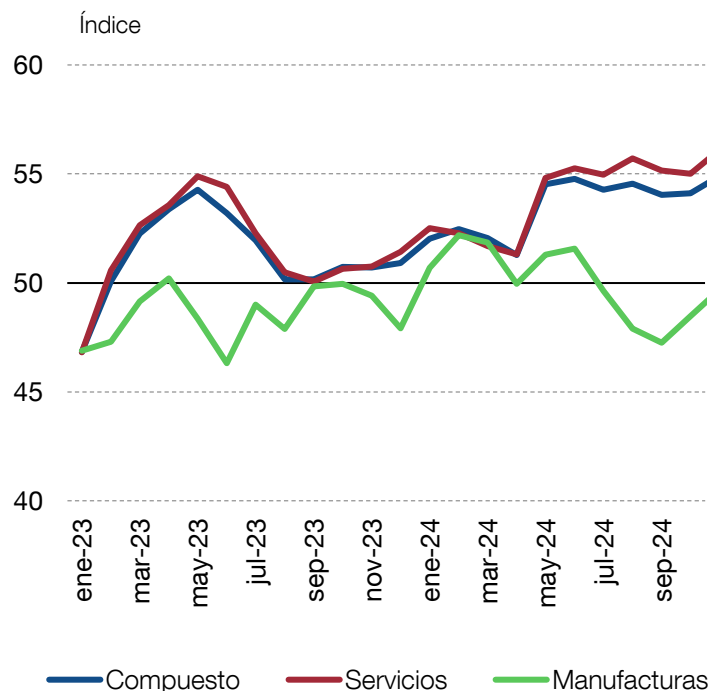
GRACIAS POR SU ATENCIÓN



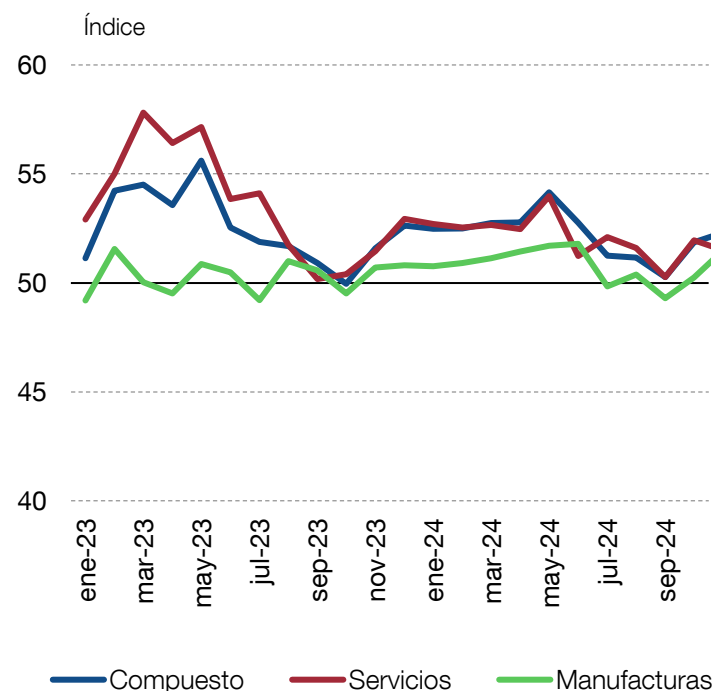
LA ECONOMÍA MUNDIAL CRECIÓ EN 3T24 A UN RITMO SIMILAR AL DE TRIMESTRES PRECEDENTES, MANTENIÉNDOSE UN COMPORTAMIENTO MUY HETEROGÉNEO POR SECTORES Y GEOGRAFÍAS

- **Por sectores**, los servicios se mantienen como el principal motor del crecimiento, ante la relativa debilidad de las manufacturas
- **Por geografías**, el área del euro continúa mostrando algunos signos de debilidad, especialmente en comparación con EEUU –donde la actividad mantiene un considerable vigor– y China –donde el dinamismo reciente de la actividad se ha visto favorecido, en parte, por el despliegue de diversas medidas de estímulo–
- De acuerdo con los **indicadores PMI más recientes**, estos patrones también se prolongarían en el cuarto trimestre

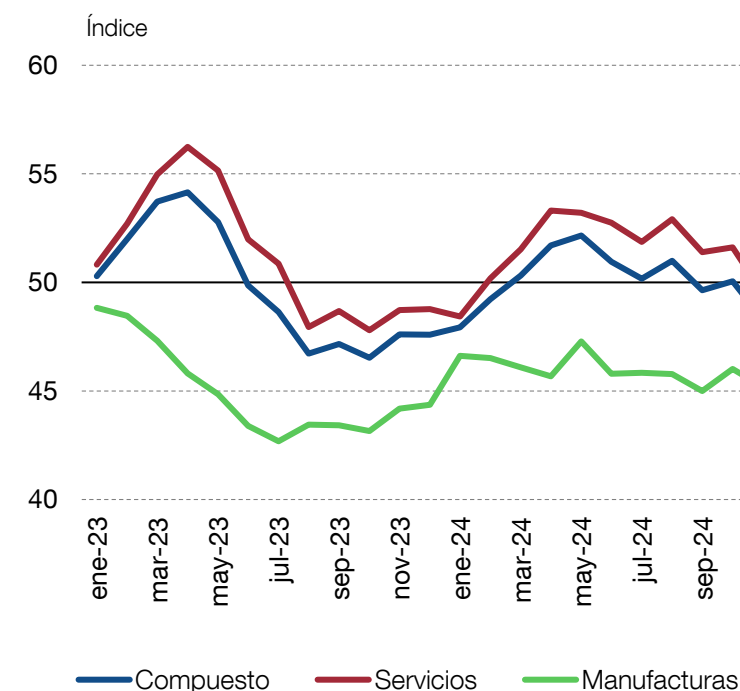
PMIs EEUU



PMIs CHINA



PMIs UEM

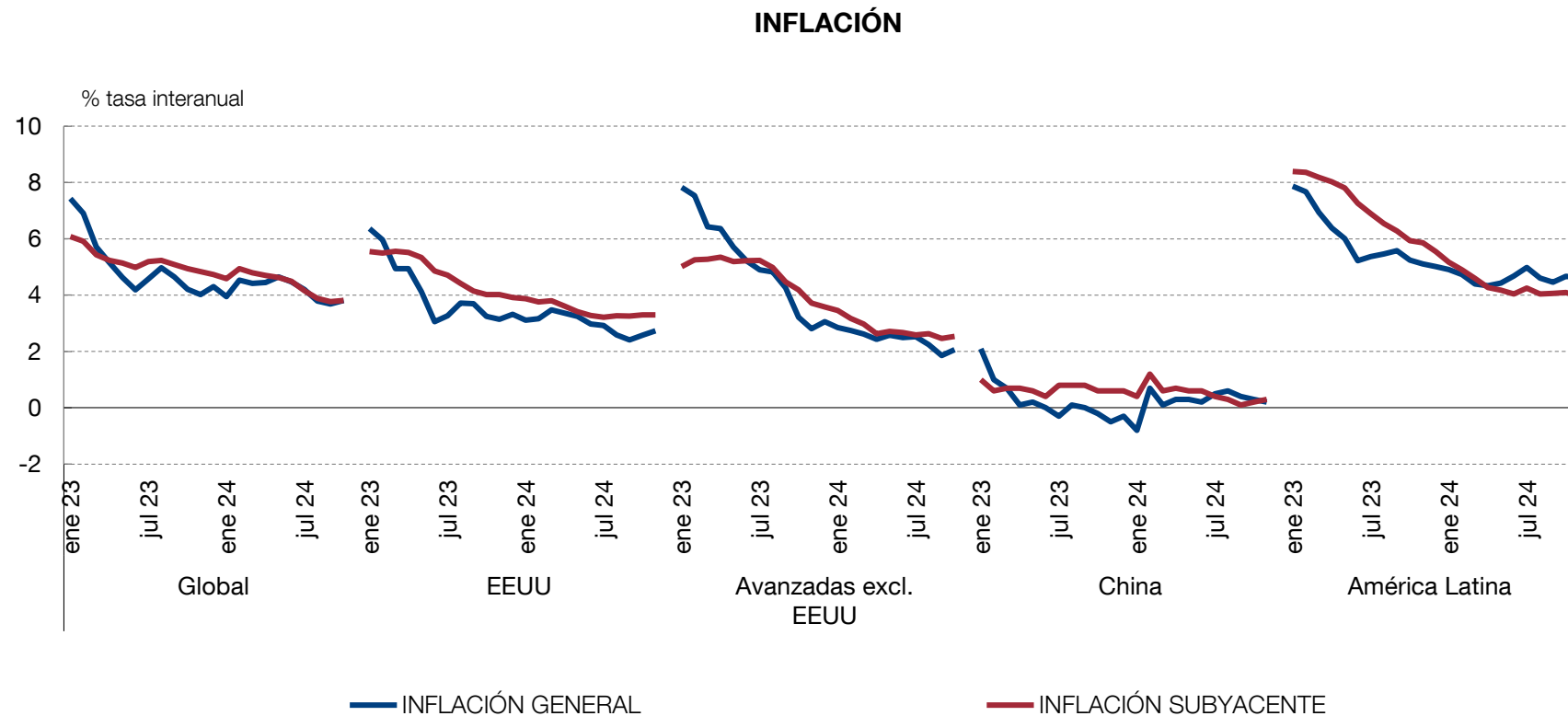


Fuente: S&P Global. Último dato: noviembre 2024.



EL PROCESO DE DESINFLACIÓN SE HA CONSOLIDADO A ESCALA GLOBAL, SI BIEN LAS PRESIONES INFLACIONISTAS EN LOS SERVICIOS CONTINÚAN MOSTRANDO UNA CIERTA RESISTENCIA A LA BAJA

- Desde junio, la tasa de inflación general y la subyacente han disminuido en 0,7 pp a escala global
- No obstante, se observan algunas diferencias relevantes entre las principales regiones mundiales. Por ejemplo, destaca la **atonía de la inflación en China**
- Por otra parte, las **presiones inflacionistas en los servicios** continúan mostrando una cierta resistencia a la baja. Por ejemplo, entre junio y noviembre, la inflación de los servicios en Estados Unidos ha pasado del 5,1% al 4,6%, mientras que en el área del euro apenas se ha reducido desde el 4,1% al 3,9%

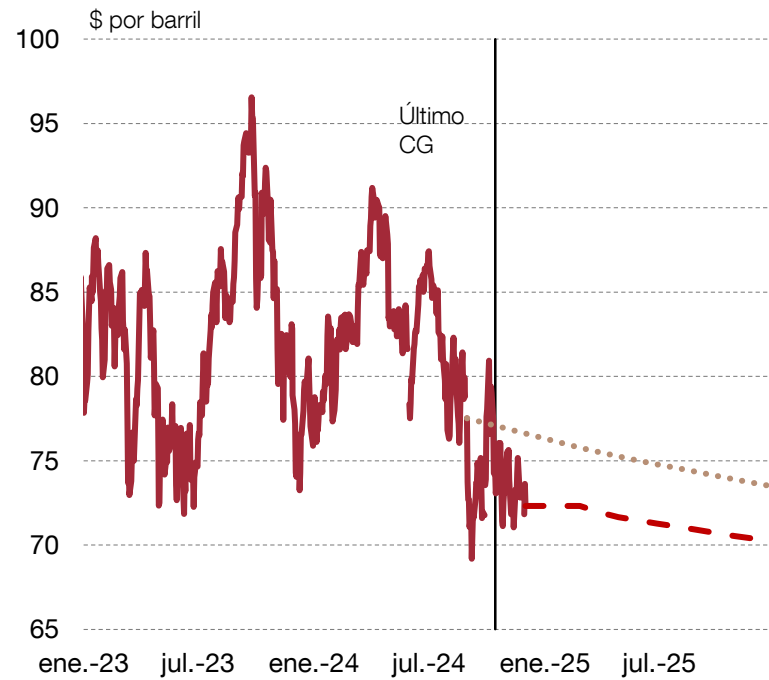


Fuentes: Estadísticas nacionales y Refinitiv. Último dato: noviembre 2024.



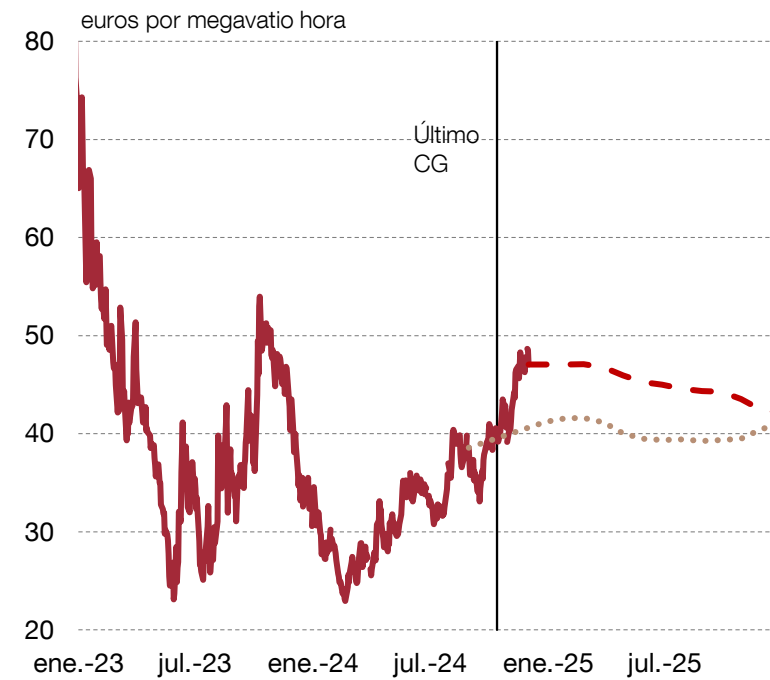
LOS PRECIOS DEL CRUDO SE SITÚAN POR DEBAJO DE LOS NIVELES ANTICIPADOS HACE TRES MESES, MIENTRAS QUE LOS DEL GAS NATURAL HAN REPUNTADO

PETRÓLEO: PRECIO Y FUTUROS



- BRENT
- - - ÚLTIMOS FUTUROS
- FUTUROS BRENT (02/09)

GAS NATURAL: PRECIOS Y FUTUROS



- GAS NATURAL
- - - ÚLTIMOS FUTUROS
- FUTUROS GAS (02/09)

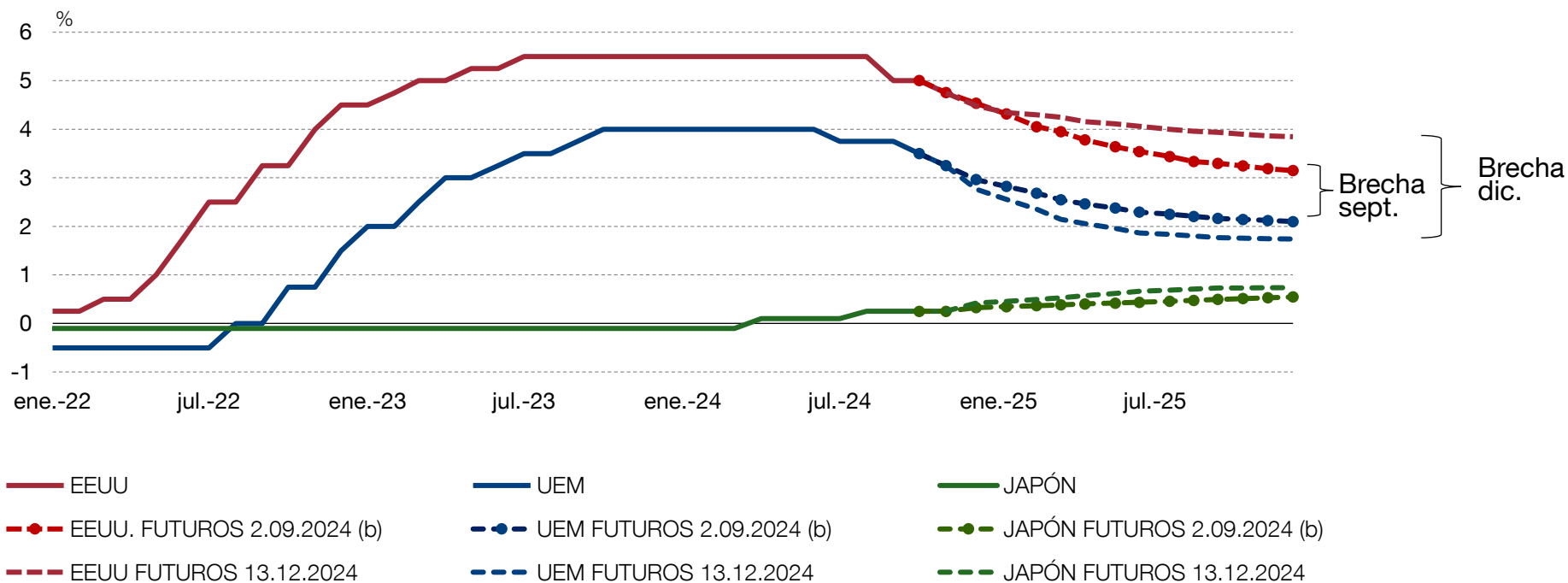
Fuente: Refinitiv. Último dato: 5 de diciembre.



LA POLÍTICA MONETARIA MANTIENE UNA SENDA DE RELAJACIÓN EN LA MAYORÍA DE LAS ECONOMÍAS MUNDIALES Y LAS EXPECTATIVAS DE LOS MERCADOS APUNTAN A LA CONTINUACIÓN DE ESTA SENDA

- No obstante, en comparación con las expectativas que los mercados tenían hace tres meses, **ahora se espera una relajación más intensa de la política monetaria en el área del euro y menos acusada en Estados Unidos**
- Este cambio respondería, fundamentalmente, a la fortaleza que se aprecia en la economía estadounidense, en comparación con la del área del euro, y, también, al impacto que los mercados anticipan en ambas regiones como consecuencia de las políticas que la nueva administración estadounidense podría desplegar en el futuro

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES OBSERVADOS Y FUTUROS (a)



Fuentes: Refinitiv y Banco de España.

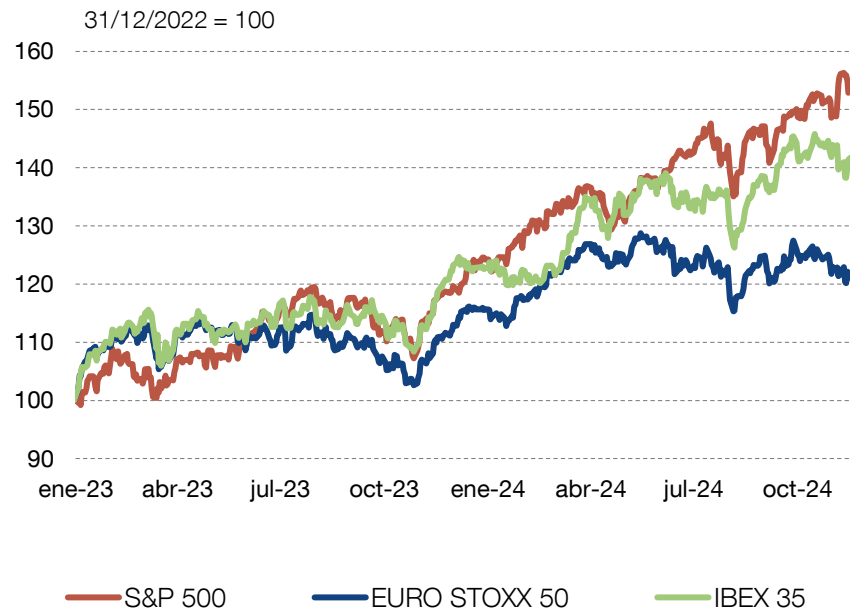
(a) Tipos de interés descontados por los respectivos mercados de futuros (futuros sobre el tipo de interés de la Reserva Federal en cada mes, futuros sobre el tipo de interés overnight del área del euro, y futuros sobre el tipo de interés overnight de Japón).

(b) El 2 de septiembre es la fecha de cierre de datos del ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre de 2024.

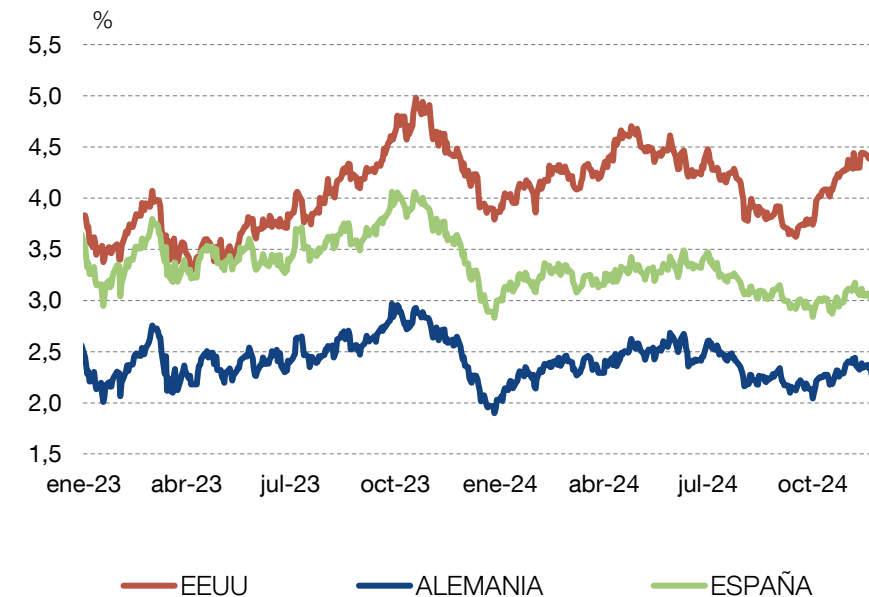
GANANCIAS GENERALIZADAS EN LOS ACTIVOS DE RIESGO EN ESTADOS UNIDOS E INCREMENTOS EN LA RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA A LARGO PLAZO EN LAS PRINCIPALES ECONOMÍAS

- En **Estados Unidos**, los buenos datos macroeconómicos y la posibilidad de que la nueva administración Trump apruebe rebajas fiscales y una menor regulación en determinadas actividades han impulsado recientemente un descenso de los diferenciales de los bonos corporativos de alto rendimiento y ganancias en los mercados bursátiles
- El comportamiento de las **bolsas en Europa y Latinoamérica** ha sido menos dinámico que en EEUU en las últimas semanas, entre otros motivos, por las posibles implicaciones para estas regiones de algunas de las políticas que la nueva administración estadounidense podría desplegar en los próximos meses
- La revisión al alza de la senda futura de los tipos de interés oficiales en EEUU y las potenciales presiones inflacionistas que se derivarían de una hipotética guerra comercial internacional han afectado a los **mercados de deuda pública**, en los que los tipos soberanos han aumentado recientemente de manera generalizada

ÍNDICES BURSÁTILES



TIPOS DE INTERÉS DE LA DEUDA SOBERANA A 10 AÑOS

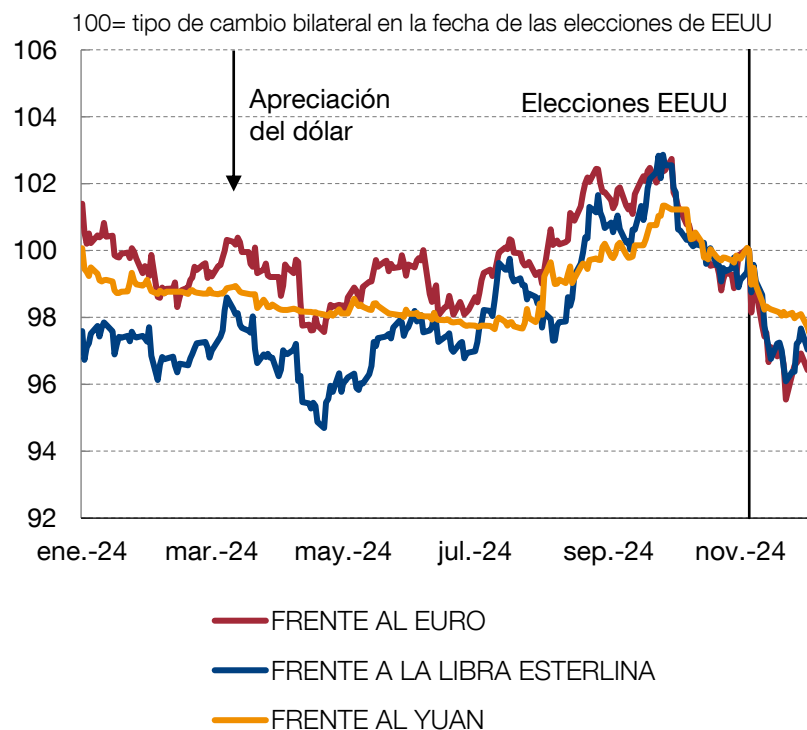


Fuentes: Refinitiv y Banco de España. Último dato: 22/11/2024.

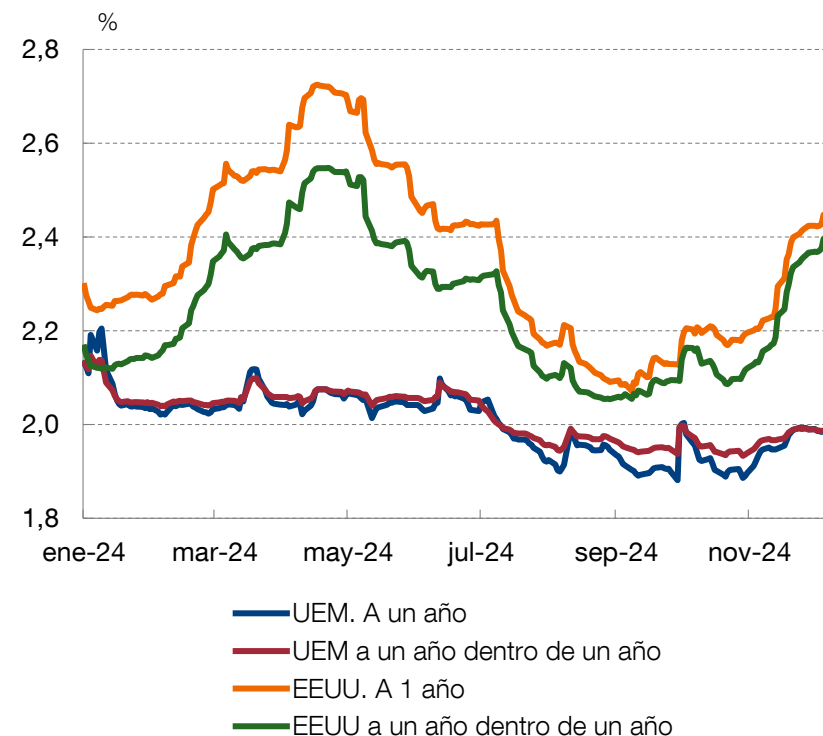
EXISTE UNA CONSIDERABLE INCERTIDUMBRE EN CUANTO A LAS POSIBLES POLÍTICAS QUE LA NUEVA ADMINISTRACIÓN ELECTA EN EEUU PODRÍA DESPLEGAR EN LOS PRÓXIMOS MESES

- Según los anuncios realizados en las últimas semanas, esta nueva administración podría plantear, entre otras medidas, un aumento significativo de los aranceles a las importaciones, un endurecimiento de la política migratoria, una reducción impositiva y diversas iniciativas tendentes a la desregulación de determinadas actividades
- Desde que se conoce el resultado de las elecciones presidenciales en EEUU, se han observado en los mercados financieros internacionales, entre otras dinámicas relevantes, una **apreciación del dólar estadounidense** y un **aumento de las expectativas de inflación en esta economía**

TIPO DE CAMBIO BILATERAL DEL DÓLAR



EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



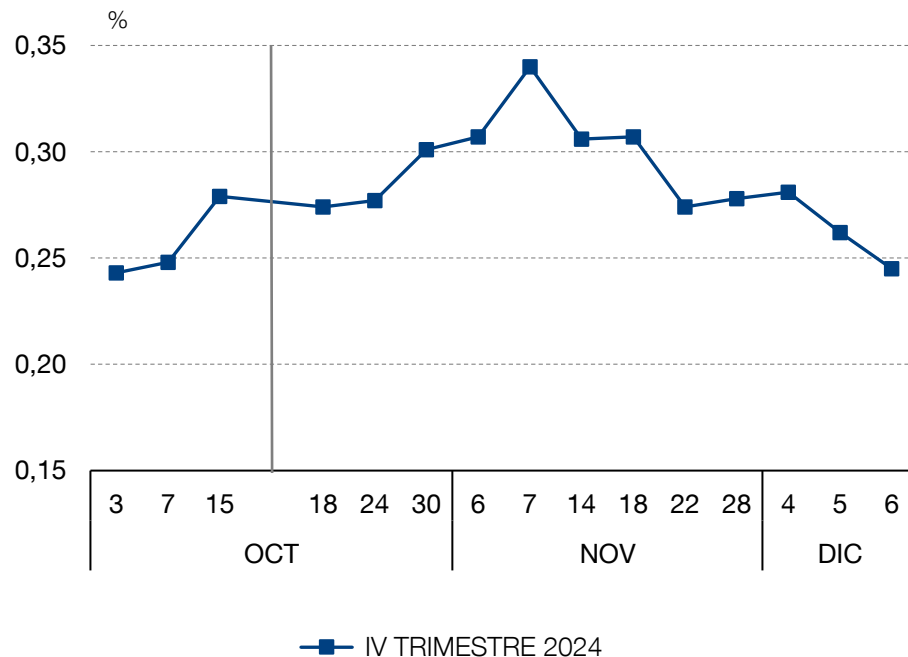
Fuentes: Refinitiv y Bloomberg. Último dato: 04/12/2024.



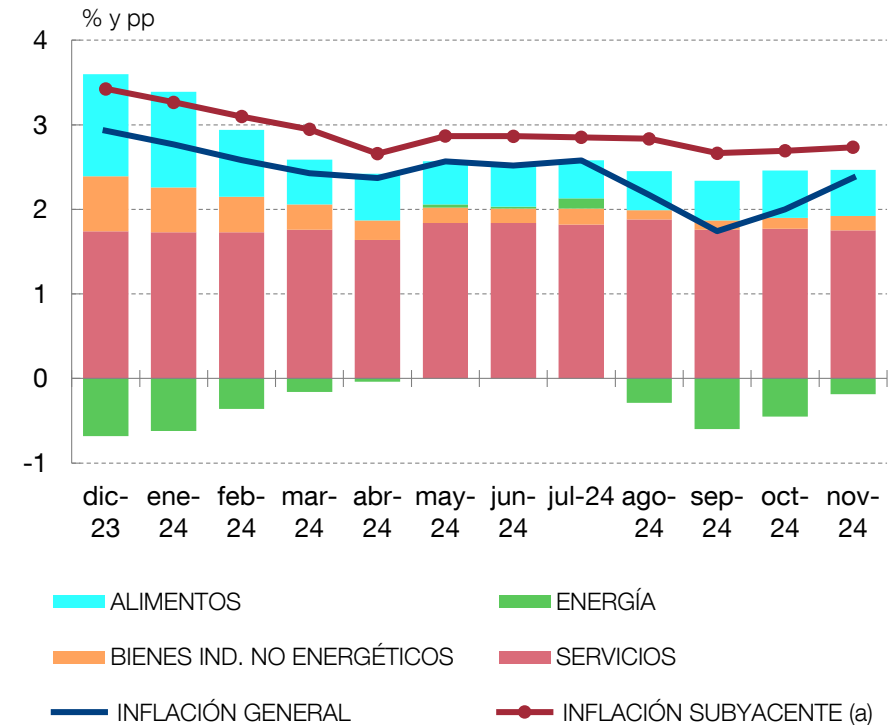
EN LA UEM, LA ACTIVIDAD ECONÓMICA SIGUE MOSTRANDO SIGNOS DE DEBILIDAD, MIENTRAS QUE LA INFLACIÓN SE DESACELERA A UN RITMO LIGERAMENTE MÁS INTENSO DEL ANTICIPADO

- El PIB del área del euro aumentó un 0,4% en el tercer trimestre, pero los indicadores coyunturales más recientes –en especial, los PMI– apuntan a una **ligera desaceleración en el dinamismo de la actividad durante el último trimestre del año**
- A pesar de que la tasa de inflación general de la UEM ha aumentado en los dos últimos meses, este repunte se ha debido, fundamentalmente, a efectos base transitorios en el componente energético y ha sido inferior al previsto en el ejercicio de proyecciones del BCE de septiembre

EVOLUCIÓN DE LAS ESTIMACIONES DEL CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB



INFLACIÓN EN EL ÁREA DEL EURO Y CONTRIBUCIÓN DE LOS COMPONENTES



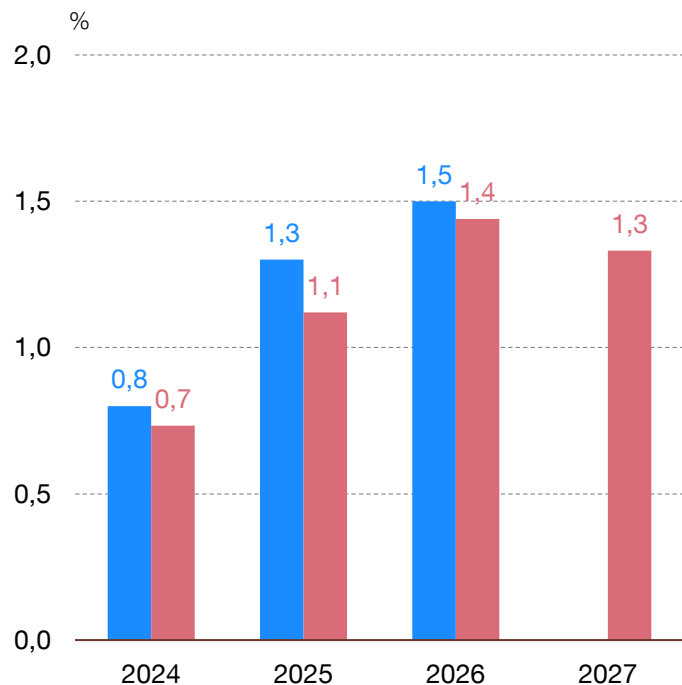
Fuentes: Eurostat y modelo Eurosting del Banco de España. La inflación de noviembre de 2024 corresponde al indicador adelantado.
 (a) IAPC general, excluidos energía y alimentos.



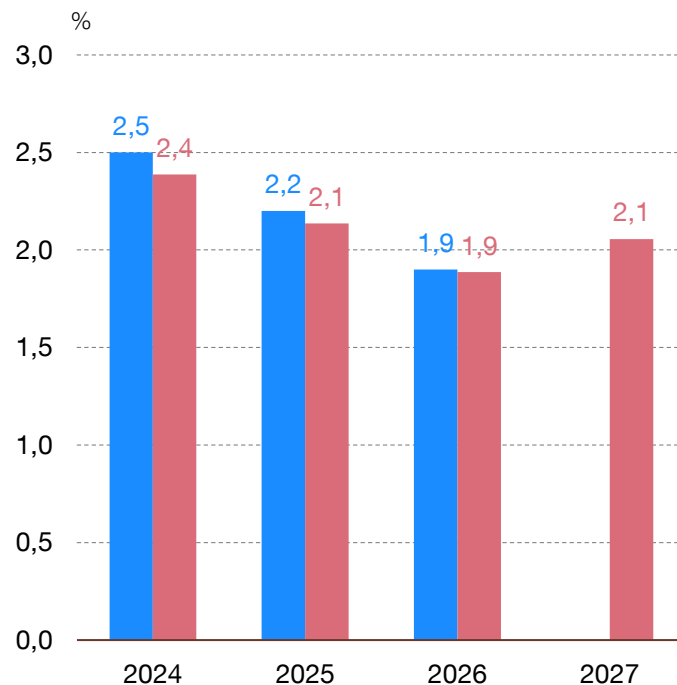
PARA EL ÁREA DEL EURO, EL CRECIMIENTO DEL PIB Y LAS TASAS DE INFLACIÓN GENERAL SE REVISAN LIGERAMENTE A LA BAJA EN EL EJERCICIO DE PROYECCIONES DEL EUROSISTEMA DE DICIEMBRE

PREVISIONES DEL ÁREA DEL EURO

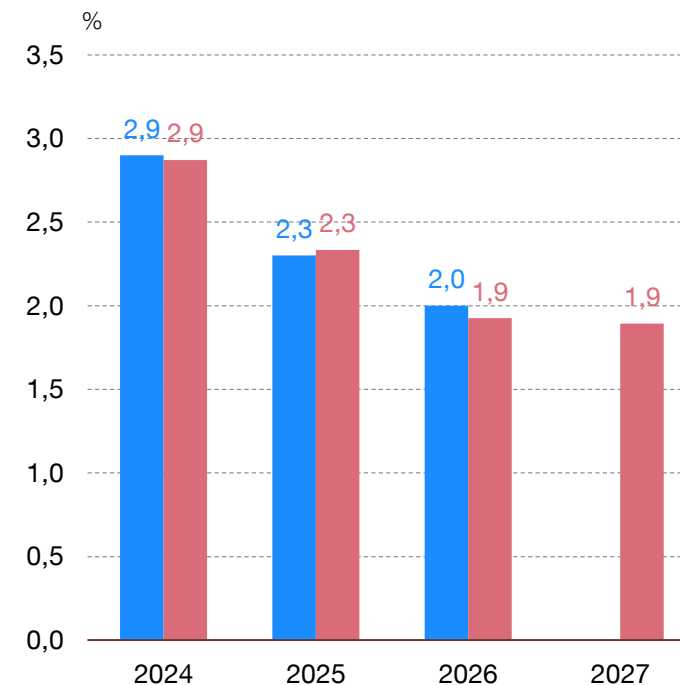
CRECIMIENTO DEL PIB



INFLACIÓN GENERAL



INFLACIÓN SUBYACENTE



■ Previsiones Septiembre 2024

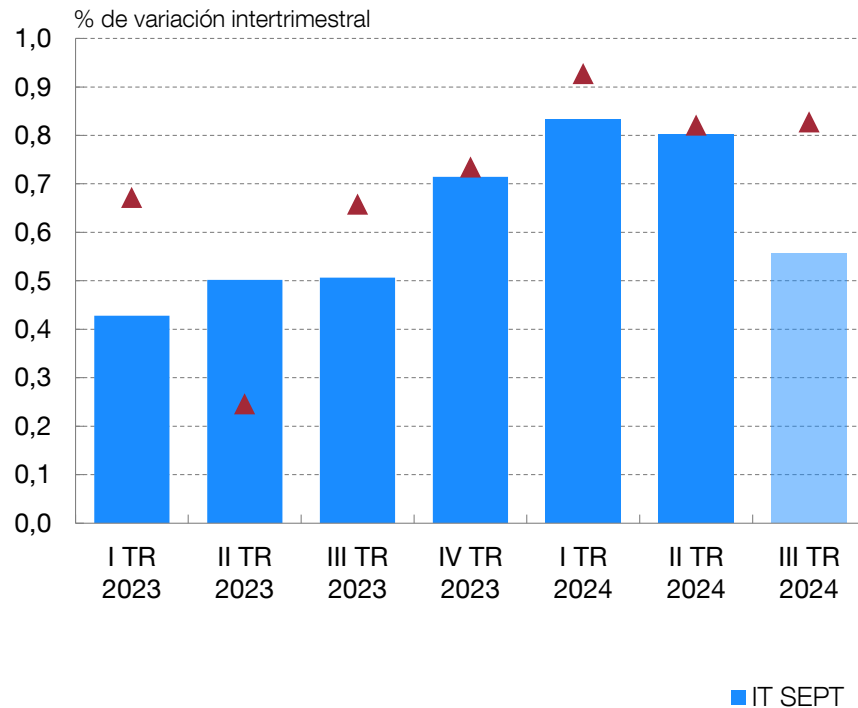
■ Previsiones Diciembre 2024



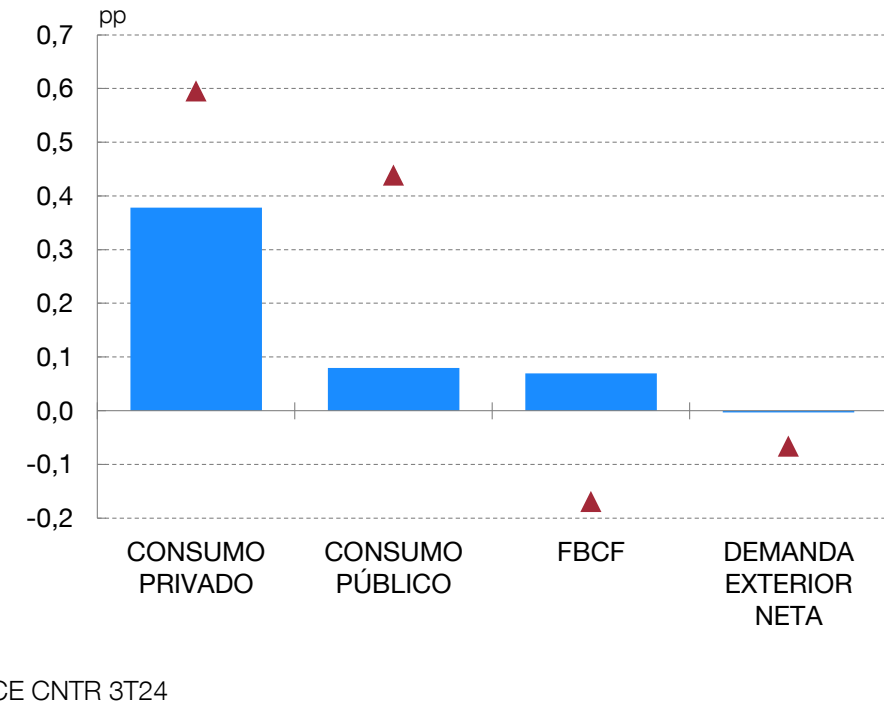
LOS DATOS DE AVANCE DE LA CNTR DE 3T24 SORPRENDIERON AL ALZA, CON UN CRECIMIENTO DEL PIB DEL 0,8% FRENTE AL 0,6% PREVISTO EN LAS PROYECCIONES DEL BdE DE SEPTIEMBRE

- Con respecto al ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre, el Instituto Nacional de Estadística también revisó al alza las **tasas de crecimiento del PIB en el tramo final de 2023 y a comienzos de 2024**
- En relación con el avance del producto registrado en 3T24, sorprendió al alza el dinamismo mostrado tanto por el **consumo público** como por el **consumo privado**. En cambio, la evolución de la **inversión** sorprendió a la baja

EVOLUCIÓN DEL PIB REAL

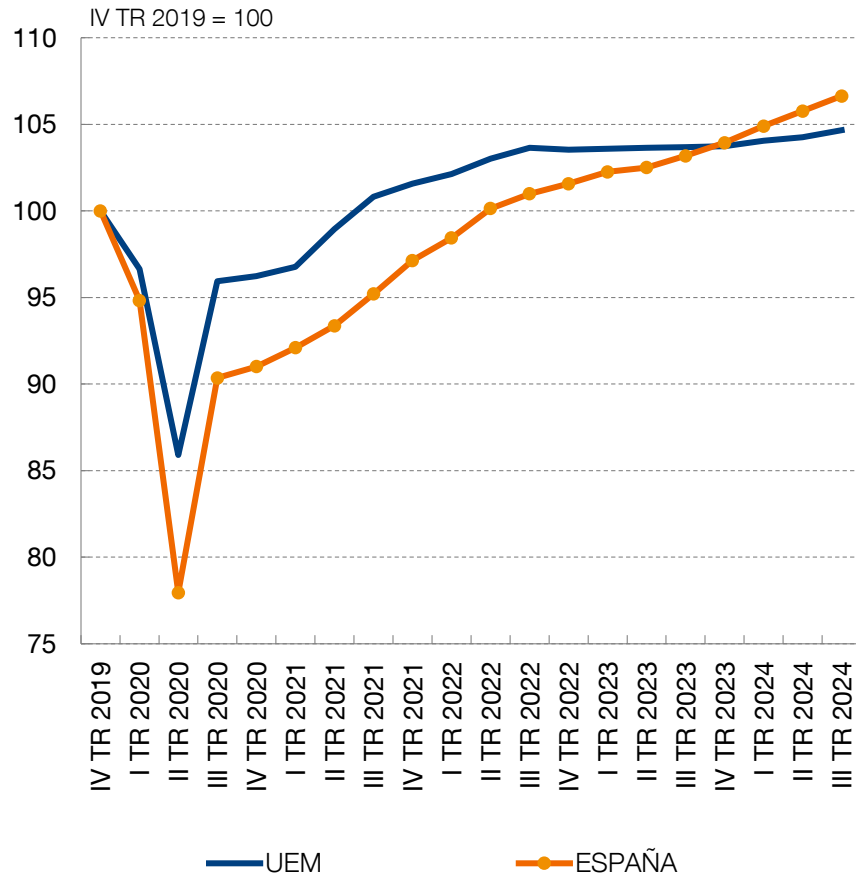


APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB EN 3T24

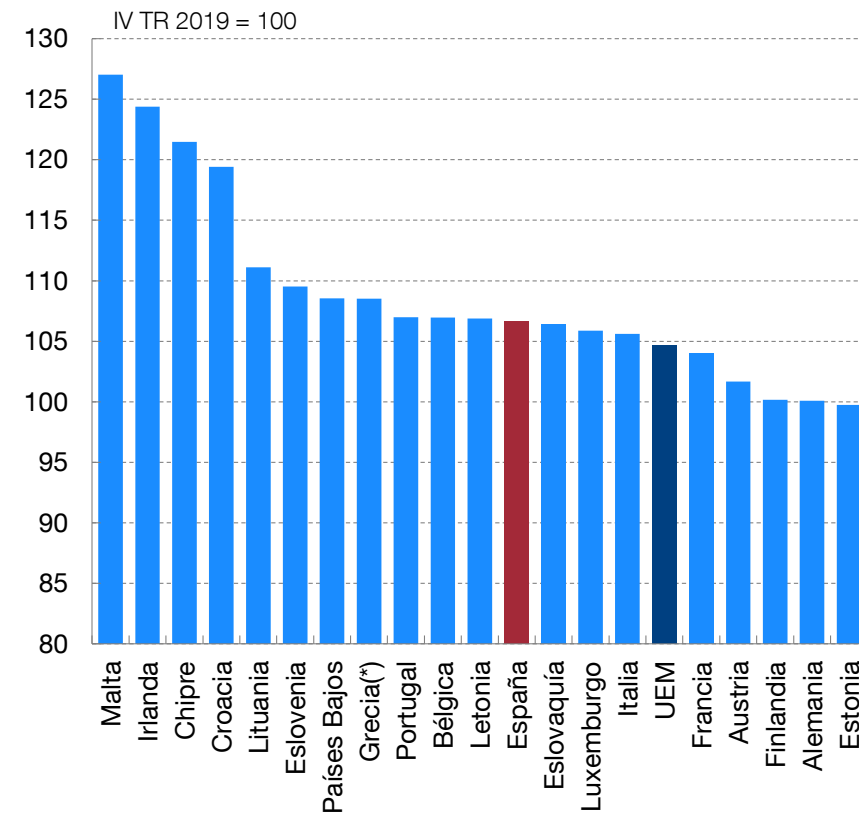


EL DINAMISMO RECIENTE DE LA ACTIVIDAD EN ESPAÑA SIGUE SIENDO MUY SUPERIOR AL OBSERVADO EN EL ÁREA DEL EURO, SI BIEN EXISTE MUCHA HETEROGENEIDAD DENTRO DE LA PROPIA REGIÓN

EVOLUCIÓN DEL PIB



PIB EN 3T2024



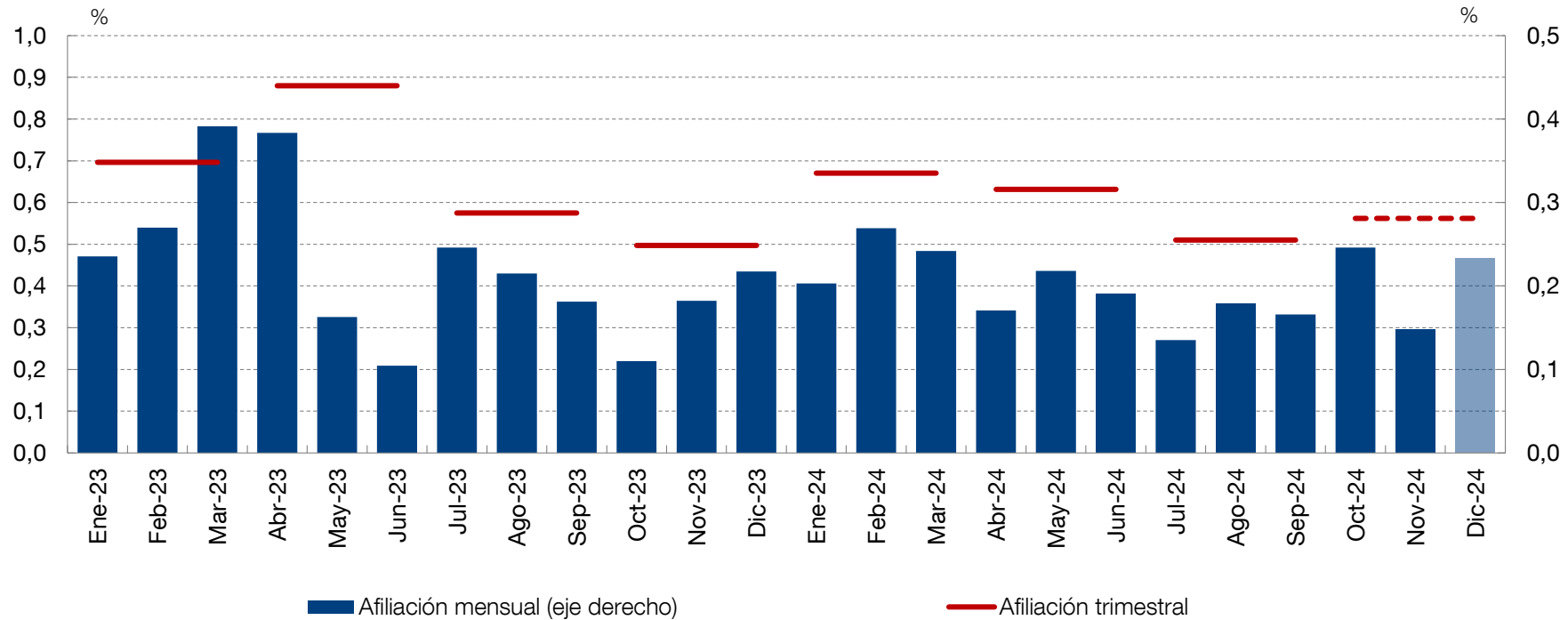
Fuente: Eurostat.
(*) Datos de Grecia hasta 2T2024.



EN 4T24, EL EMPLEO SEGUIRÍA CRECIENDO A UN RITMO SIMILAR AL DEL TERCER TRIMESTRE

- En el promedio de octubre y noviembre, la afiliación registró un avance mensual del 0,2% en tasa desestacionalizada –algo por encima del observado en los meses de verano–, lo que apuntaría a un ritmo de crecimiento del empleo en 4T24 similar o algo superior al de 3T24
- De acuerdo con los datos de la EPA, en los tres primeros trimestres del año, el número de ocupados se incrementó en unas 433.300 personas con respecto de los registros alcanzados a finales de 2023. De este incremento, cerca del 85% correspondió a ocupados extranjeros o con doble nacionalidad

VARIACIÓN MENSUAL Y TRIMESTRAL DE LA AFILIACIÓN (a)



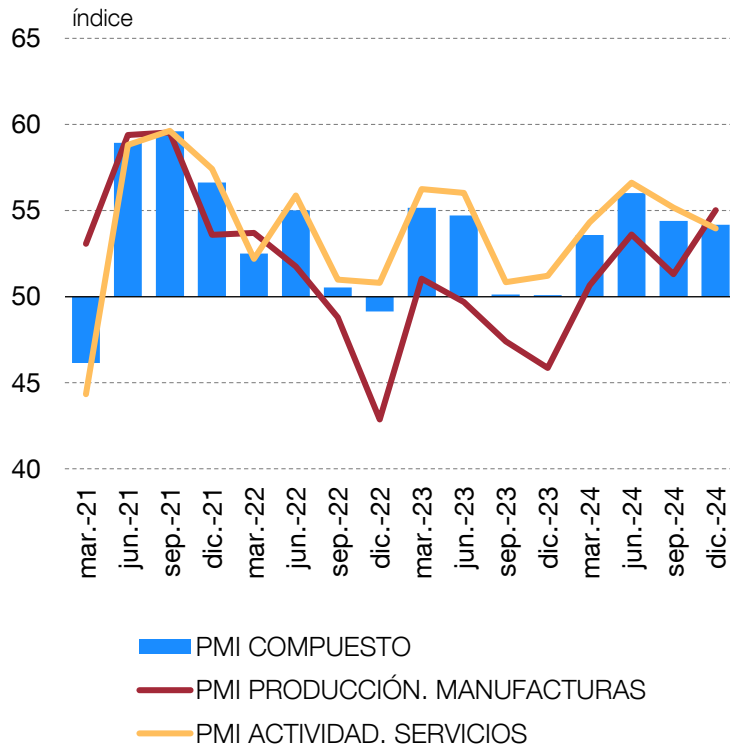
Fuente: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. Último dato: noviembre 2024.
(a) Tasas mensuales y trimestrales desestacionalizadas.



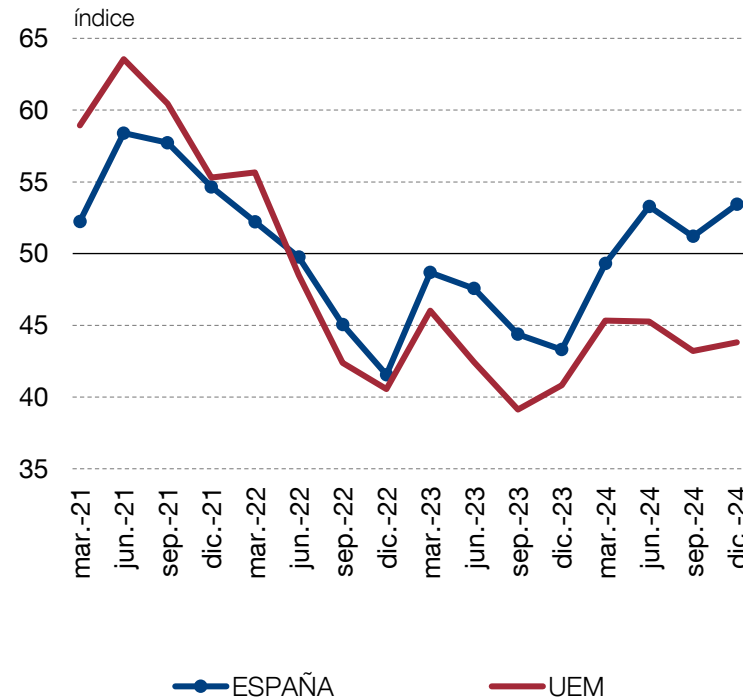
CON INFORMACIÓN HASTA NOVIEMBRE, LOS ÍNDICES PMI SE MANTIENEN EN TERRENO CLARAMENTE EXPANSIVO EN ESPAÑA, A DIFERENCIA DE LO QUE SUCEDÉ EN LA UEM

- Por otra parte, si bien el **Indicador de Sentimiento Económico** de la Comisión Europea ha descendido ligeramente en España en 4T24, este aún se mantiene por encima de su promedio histórico y de los niveles que registra en la UEM

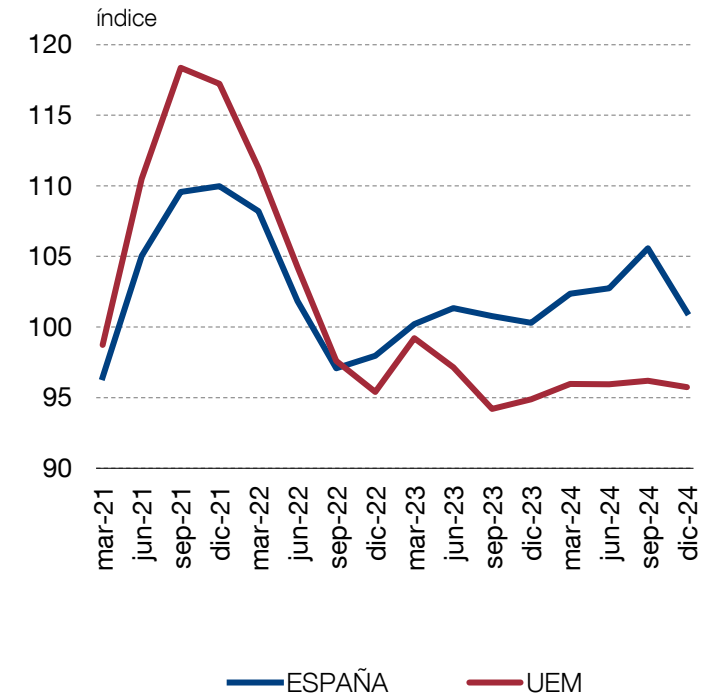
ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS (a)



ÍNDICES DE GESTORES DE COMPRAS. NUEVOS PEDIDOS EN MANUFACTURAS (a)



INDICADOR DE SENTIMIENTO ECONÓMICO (a)



Fuentes: Comisión Europea y S&P Global.

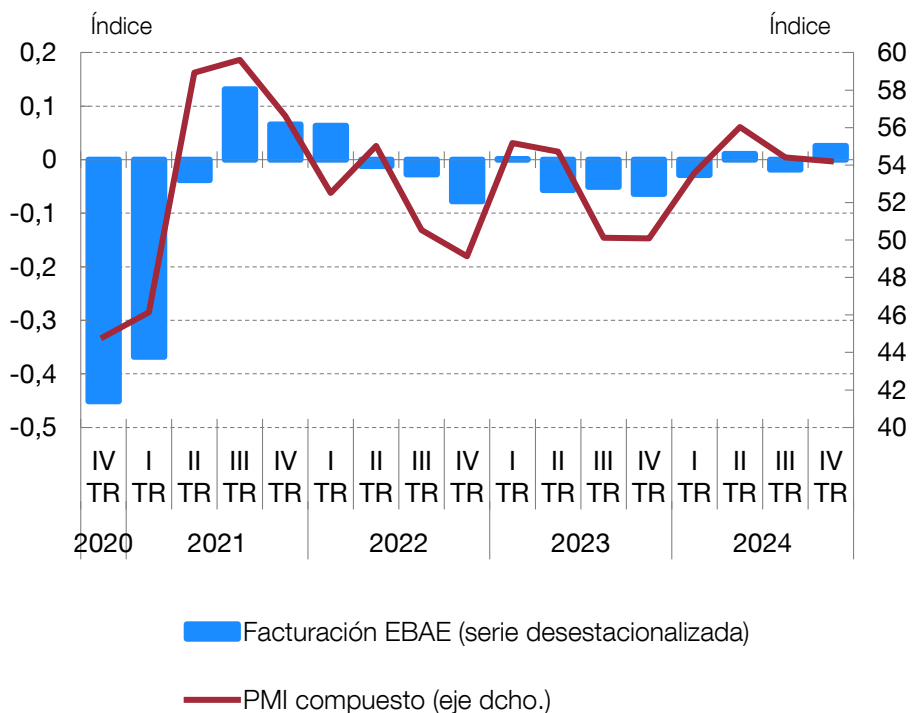
(a) El tercer trimestre recoge información hasta noviembre.



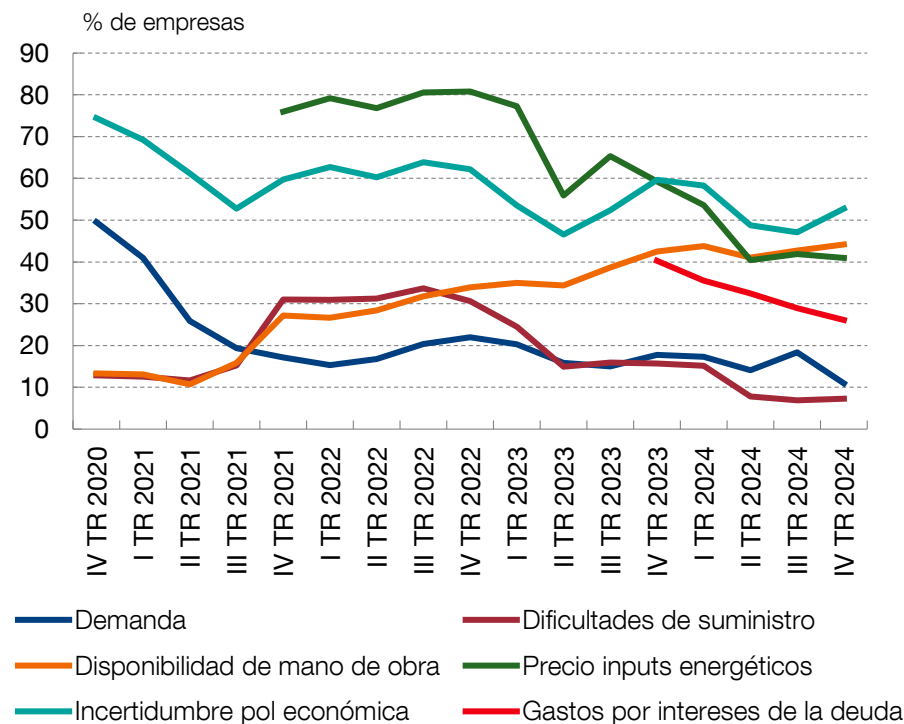
LOS RESULTADOS DE LA EBAE APUNTAN A UN AUMENTO DE LA FACTURACIÓN DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS EN 4T24

- Durante el trimestre en curso, la actividad empresarial se habría visto favorecida por la menor incidencia de los gastos financieros y de la falta de demanda, si bien habrían repuntado ligeramente los problemas relacionados con la incertidumbre acerca de las políticas económicas y la falta de mano de obra

PMI COMPUESTO Y FACTURACIÓN DESESTACIONALIZADA EBAE



CONDICIONANTES DE LA ACTIVIDAD



Fuentes: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) y S&P Global. Último dato: noviembre 2024 (PMI compuesto).

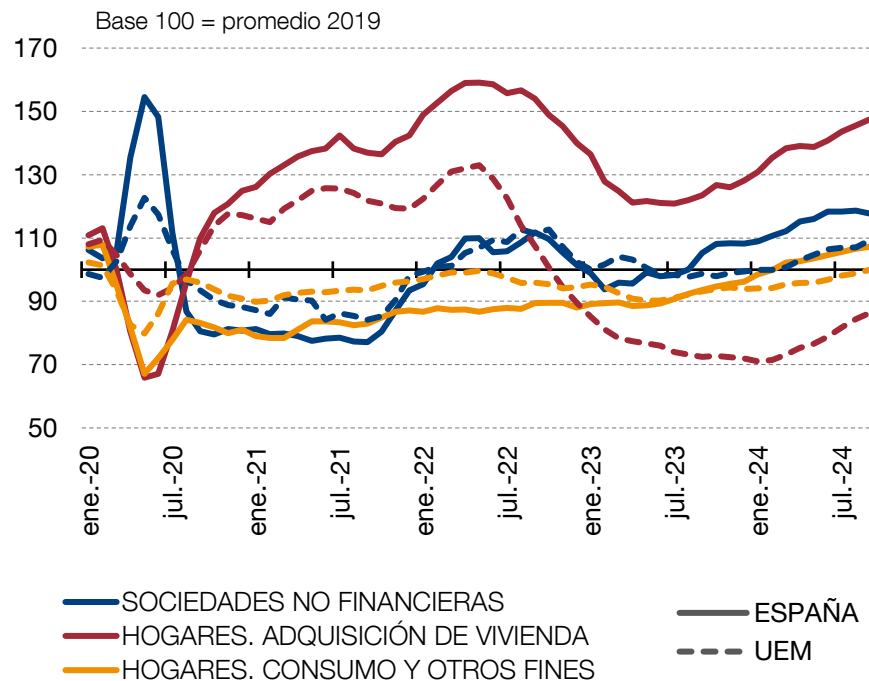
Nota: Para la facturación de la EBAE, índice construido definido como Descenso significativo=-2; Descenso leve=-1; Estabilidad=0; Aumento leve=1 y Aumento significativo=2.



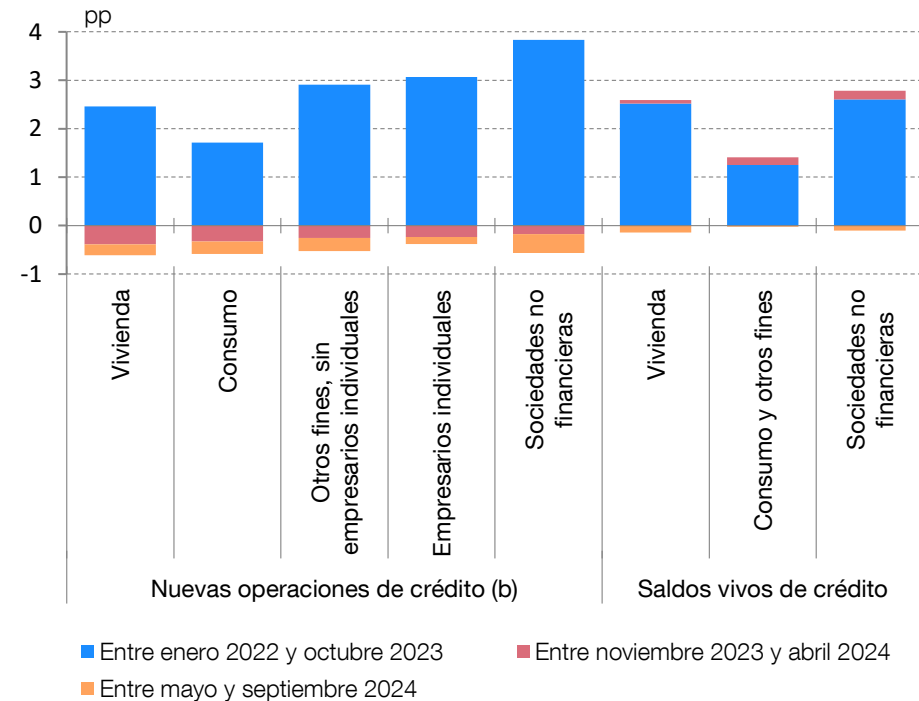
EN LOS ÚLTIMOS MESES, LA FINANCIACIÓN AL SECTOR PRIVADO HA SEGUIDO AUMENTANDO, EN UN CONTEXTO DE REDUCCIÓN GRADUAL DE LOS TIPOS DE INTERÉS

- Según la **Encuesta de Préstamos Bancarios**, para el último trimestre del año, las entidades de crédito esperan, en general, una estabilidad de la oferta de crédito y un aumento de las peticiones de fondos
- Por otra parte, según la **Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación**, la percepción de las empresas españolas sobre su acceso a la financiación bancaria habría mejorado en el tercer trimestre

NUEVAS OPERACIONES (a)



VARIACIÓN EN EL COSTE DEL CRÉDITO



Fuente: Banco de España.

(a) Flujos desestacionalizados acumulados de tres meses en relación con el promedio trimestral de 2019.

(b) Son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Ajustados por componente estacional e irregular.

IMPACTO ECONÓMICO DE LA DANA QUE AFECTÓ A VARIAS PROVINCIAS ESPAÑOLAS A FINALES DE OCTUBRE

Zonas afectadas

- Este episodio meteorológico adverso ha tenido un **extraordinario coste en términos de vidas humanas**
- También ha supuesto una **notable disrupción de la actividad económica en los municipios afectados**, cuyo peso en el total nacional –de acuerdo con varias métricas, por ejemplo, de población, empleo y actividad empresarial– se situaría en el entorno del 2%

Impacto en el trimestre en curso

- De acuerdo con un amplio conjunto de indicadores –entre otros, de **gasto con tarjetas y movilidad**, de **empleo y actividad empresarial**, y de **cuellos de botella y tráfico portuario**–, el impacto negativo de la DANA sobre la tasa de crecimiento del PIB español en el cuarto trimestre sería relativamente contenido, de **entre una y dos décimas**
- Un impacto que, no obstante, solo puede estimarse con un **elevado grado de incertidumbre**

Impacto en los próximos trimestres

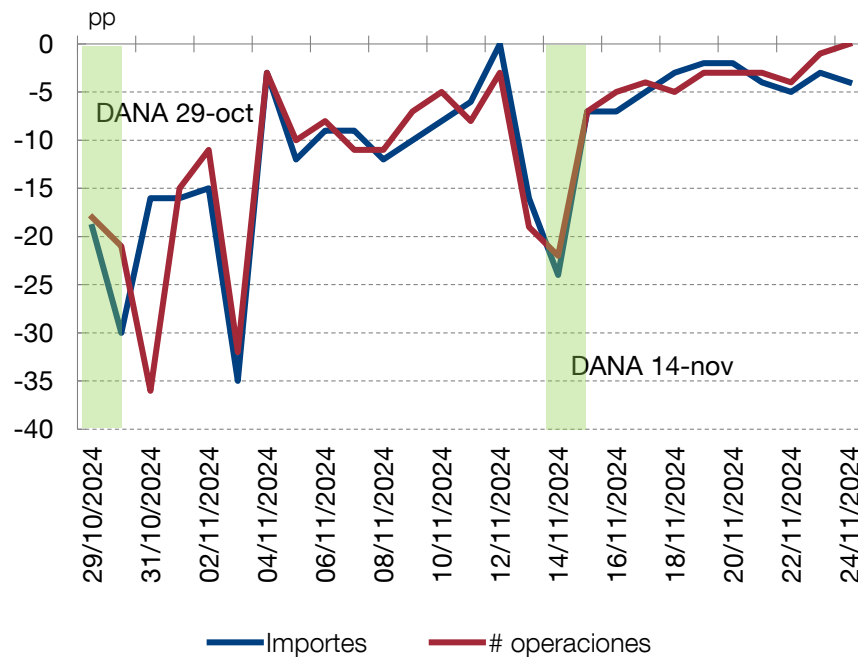
- Sobre la base de la **evidencia histórica disponible** para eventos similares, **el impacto adverso de la DANA en el corto plazo podría ser transitorio y revertirse en el curso de la primera mitad de 2025 ...**
- ... condicionado a un despliegue ágil y efectivo de las medidas de apoyo dispuestas para las familias y empresas afectadas



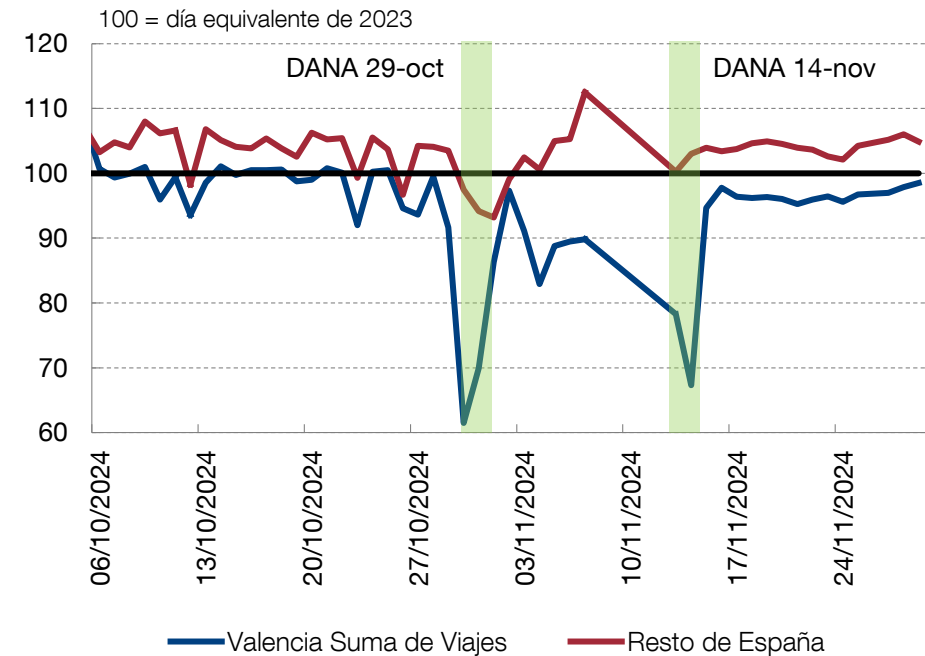
IMPACTO ECONÓMICO DE LA DANA: INDICADORES DE GASTO CON TARJETAS Y MOVILIDAD

- La DANA de finales de octubre tuvo un **acusado impacto negativo** sobre el gasto con tarjetas y sobre la movilidad en las zonas afectadas, en comparación con las dinámicas registradas para estas variables en el resto de España
- Estas brechas se han ido cerrando de forma relativamente rápida en las últimas semanas

PAGOS CON TARJETA. DIFERENCIA EN LA VARIACIÓN INTERANUAL ENTRE LAS ZONAS AFECTADAS Y EL RESTO DE ESPAÑA



MOVILIDAD INTERNA EN ESPAÑA POR MOTIVO DE TRABAJO O ESTUDIO



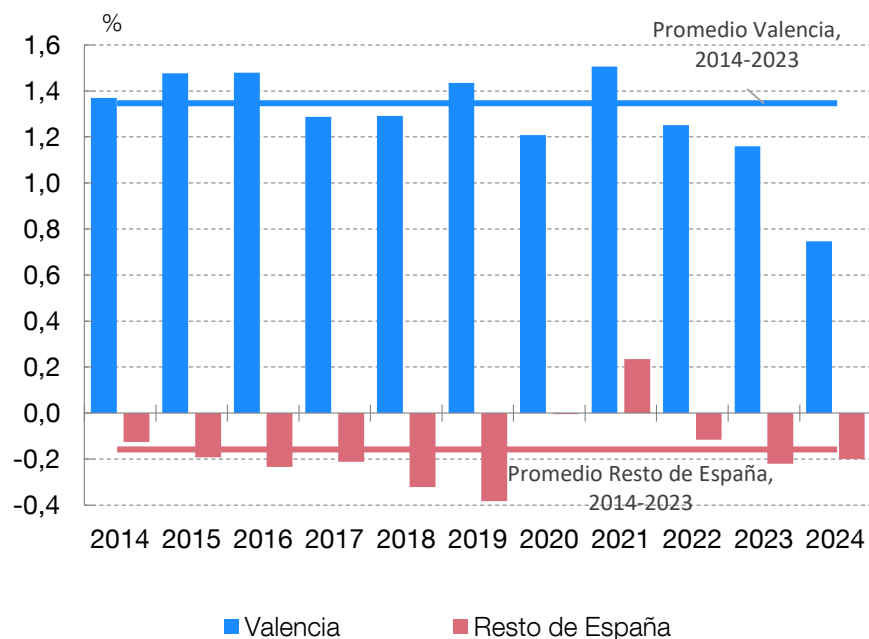
Fuentes: Redsys y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.



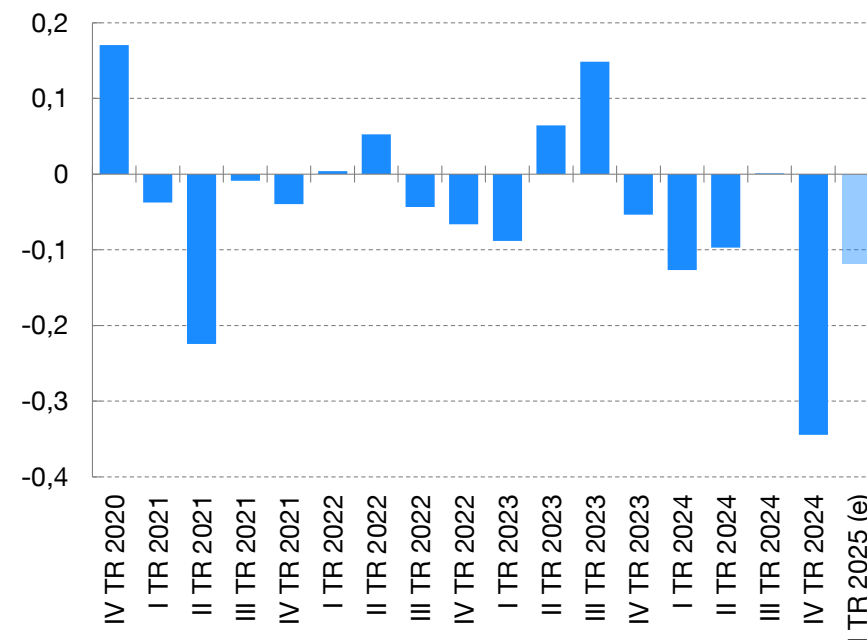
IMPACTO ECONÓMICO DE LA DANA: INDICADORES DE EMPLEO Y ACTIVIDAD EMPRESARIAL

- En noviembre se apreció una **ligera ralentización de la afiliación en la provincia de Valencia** (en relación con promedios históricos) y un incremento de las solicitudes de ERTE (con información hasta el 4 de diciembre, los **trabajadores en ERTE** por la DANA ascienden a algo más de 30.000, alrededor del 2,5% del empleo de la provincia de Valencia). Los efectos más negativos sobre el empleo se concentran en las ramas de servicios
- En la EBAE, las empresas valencianas muestran **peores expectativas en cuanto al comportamiento de la facturación en el último trimestre del año** en comparación con las empresas del resto de España. Las empresas valencianas declaran una mayor incidencia relativa de la falta de demanda, de problemas de suministros de inputs, de mayores costes energéticos y de mayor incertidumbre sobre la política económica

**VARIACIÓN DE LA AFILIACIÓN MEDIA ENTRE
NOVIEMBRE Y OCTUBRE DE CADA AÑO**



**FACTURACIÓN EN LA EBAE
DIFERENCIA ENTRE C. VALENCIANA Y RESTO DE
ESPAÑA**



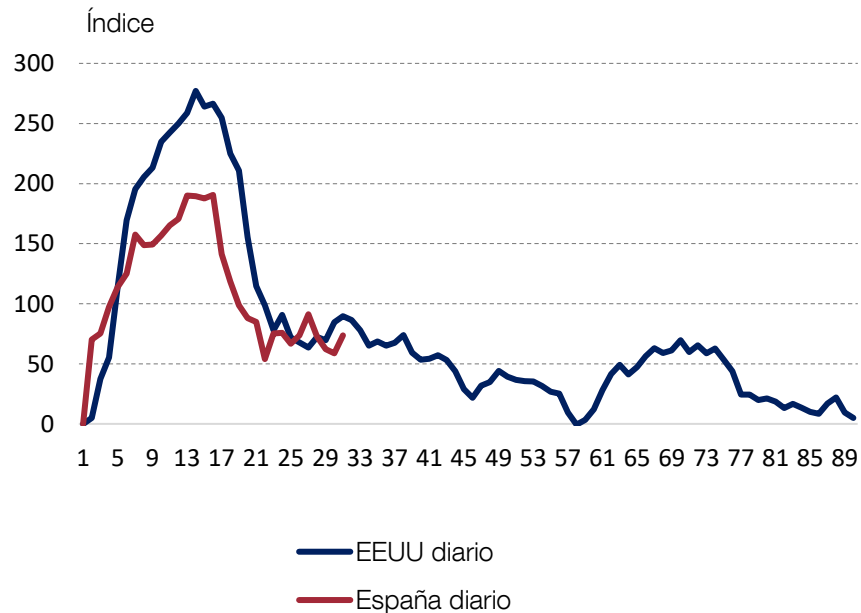
Fuentes: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE).



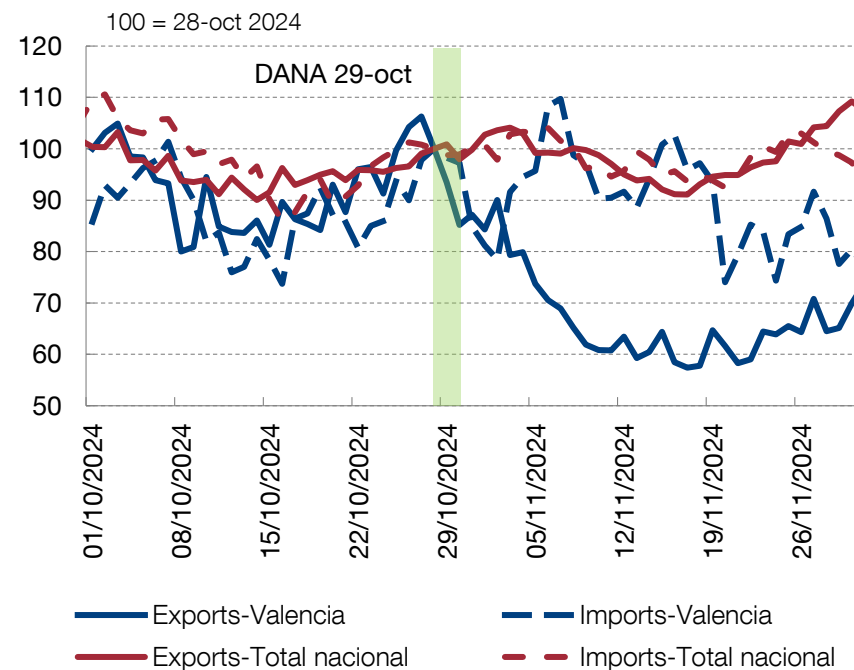
IMPACTO ECONÓMICO DE LA DANA: INDICADORES DE CUELLOS DE BOTELLA Y TRÁFICO PORTUARIO

- El **índice de cuellos de botella desarrollado por el Banco de España** apunta a que la evolución de estas disrupciones en los flujos de personas y mercancías habría mostrado, con la DANA, un perfil similar al observado en otros eventos pasados comparables: fuerte incremento inicial y reducción relativamente rápida después de unas semanas
- Los **datos de tráfico portuario** muestran una caída sustancial de los volúmenes de exportación desde el Puerto de Valencia (por una priorización relativa de los servicios de importación), pero descartan un gran impacto a nivel nacional

COMPARACIÓN DEL AUMENTO DE LOS CUELLOS DE BOTELLA EN KATRINA Y DANA



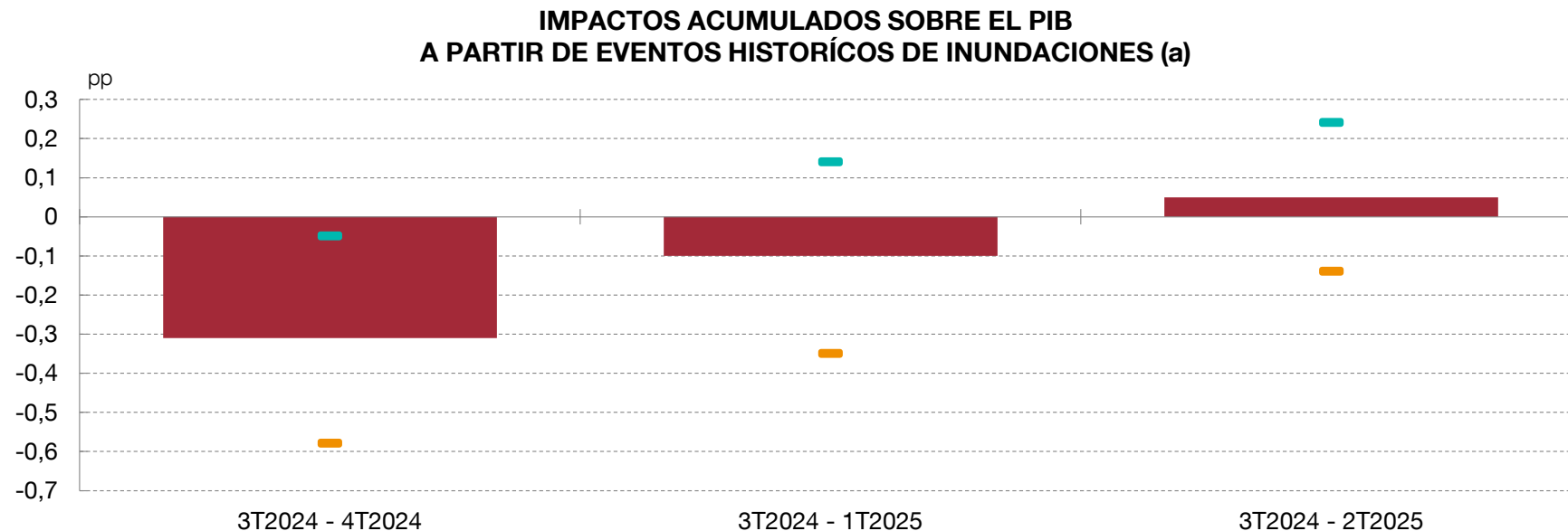
IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES REALES DEL PUERTO DE VALENCIA



Fuentes: Banco de España ([Burriel, Kataryniuk, Moreno-Pérez y Viani, 2024](#)) y IMF PortWatch.

LA EVIDENCIA HISTÓRICA DISPONIBLE, RELACIONADA CON EL IMPACTO ECONÓMICO ADVERSO DE LAS INUNDACIONES, SUGIERE QUE DICHO IMPACTO SUELE SER TRANSITORIO

- En cualquier caso, existe una **considerable incertidumbre** alrededor de estas estimaciones
- Algunos estudios apuntan, incluso, a que las inundaciones podrían tener un impacto positivo sobre la actividad económica en el largo plazo, en la medida en que estos episodios podrían permitir (i) que las empresas supervivientes reemplacen capital obsoleto por capital más productivo y/o (ii) que se intensifique la reasignación de recursos desde empresas poco productivas hacia empresas más productivas (Erda, 2024)
- Estos **posibles efectos positivos de las inundaciones a largo plazo** dependerían, en todo caso, de la ausencia de fricciones financieras y de que las ayudas a la reconstrucción sean efectivas (Usman, González-Torres, Parke, 2024)



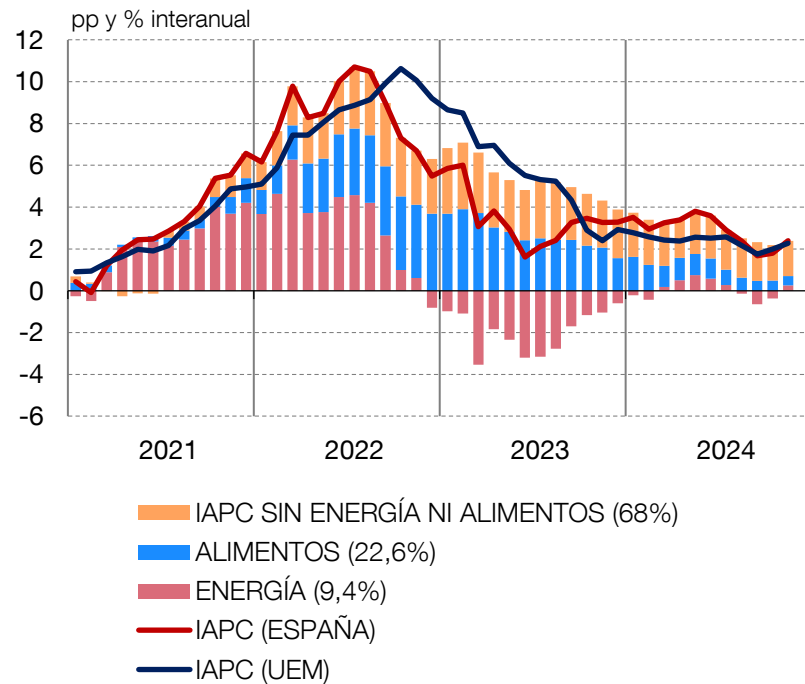
Fuente: Banco de España.

(a) Estimaciones basadas en un panel de países que permite relacionar daños físicos causados por inundaciones (EM-DATA) con la variación del PIB. Los intervalos de confianza, señalados con rayas en el gráfico, corresponden al 5% y 95%.

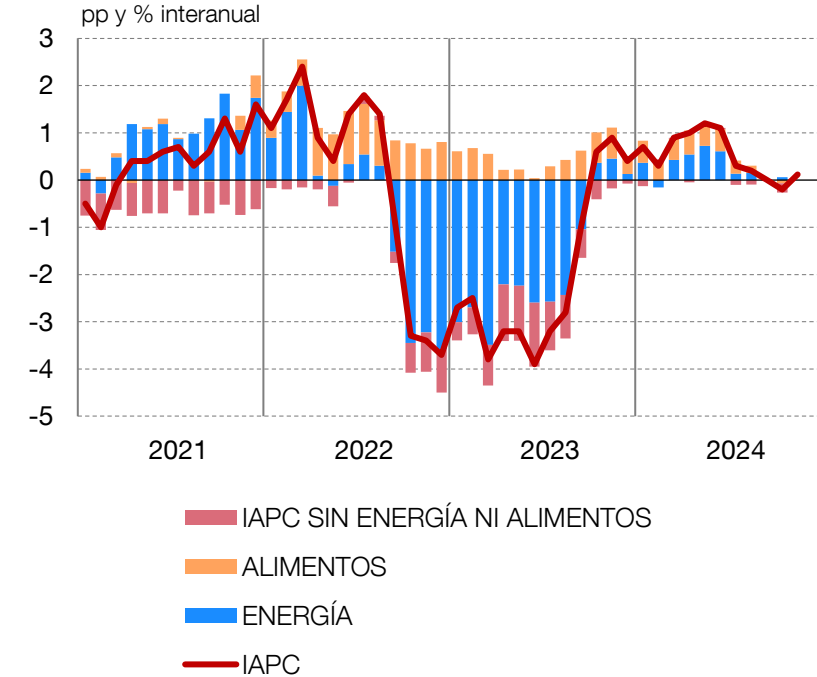
EN NOVIEMBRE, LA TASA DE INFLACIÓN GENERAL REPUNTÓ DESDE EL 1,8% HASTA EL 2,4%, DEBIDO, PRINCIPALMENTE, A EFECTOS BASE TRANSITORIOS EN LOS PRECIOS DE LA ENERGÍA

- El diferencial de inflación con la UEM ha sido prácticamente nulo en los últimos meses

IAPC GENERAL: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES (a)



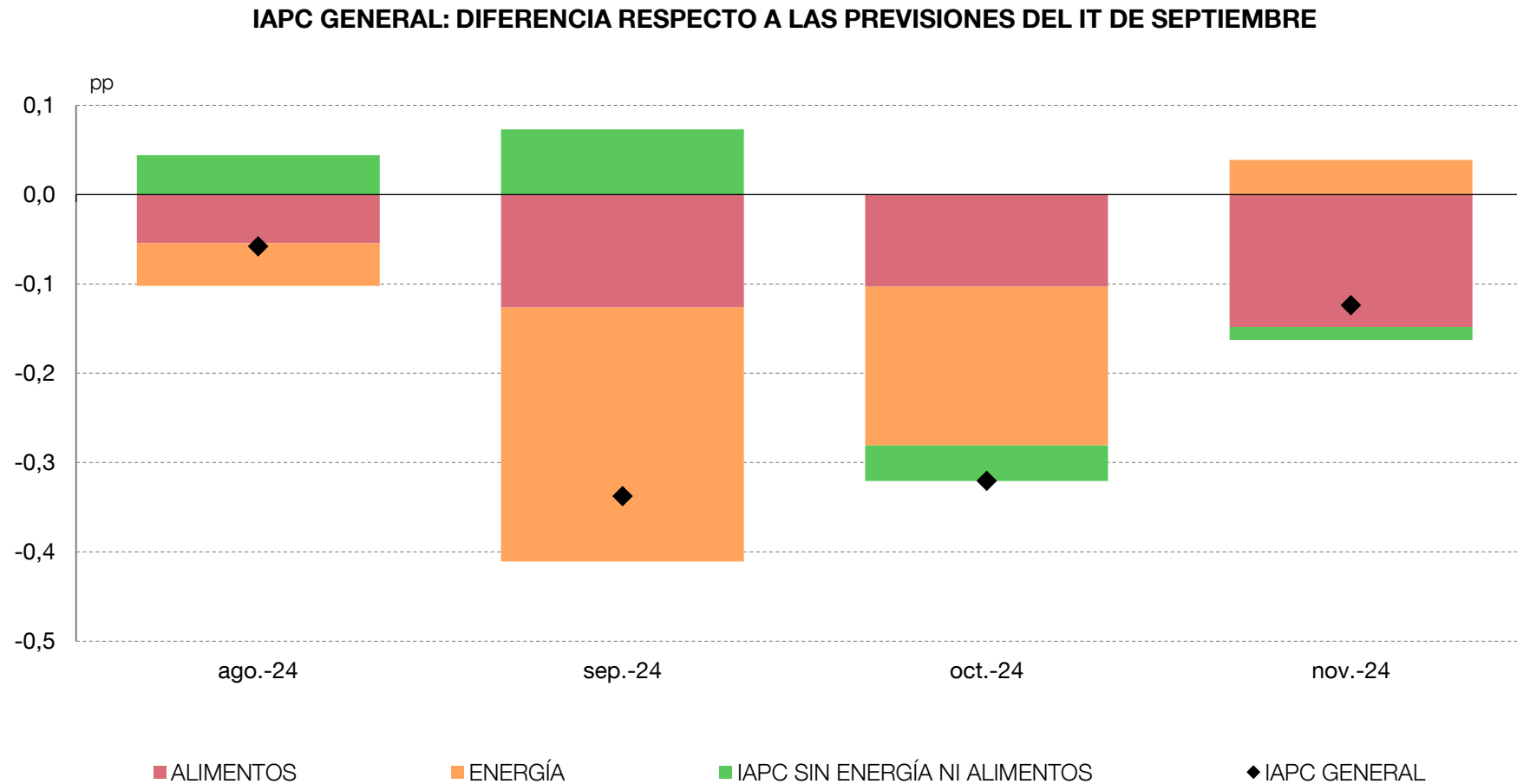
CONTRIBUCIONES AL DIFERENCIAL DE INFLACIÓN ENTRE ESPAÑA Y LA UEM



Fuentes: Eurostat y Banco de España. Último dato: noviembre 2024.
(a) Entre paréntesis figura el peso en 2024 de cada componente en el IAPC general.



LA EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN GENERAL HA SORPRENDIDO A LA BAJA RECIENTEMENTE, SOBRE TODO POR UNA MODERACIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS ALIMENTOS MÁS INTENSA DE LA PREVISTA



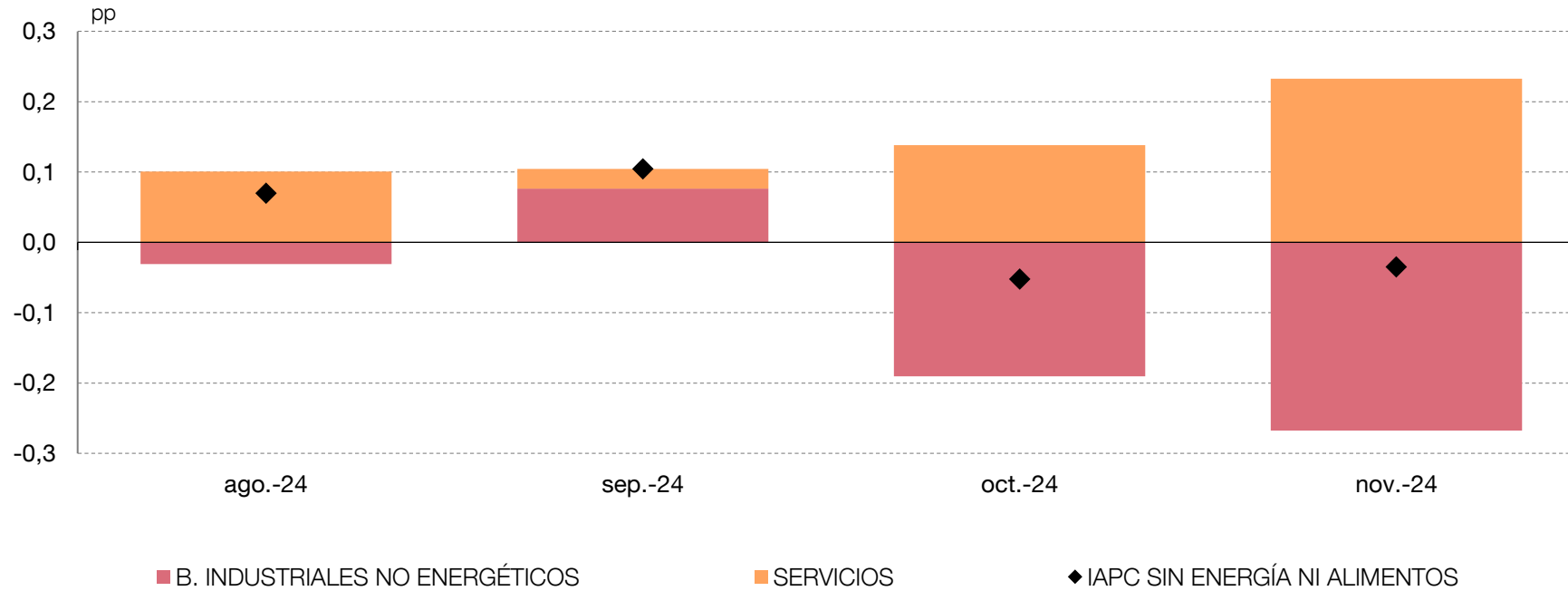
Fuente: Banco de España.



EN LOS ÚLTIMOS MESES, LOS PRECIOS DE LOS BIENES INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS SE HAN DESACELERADO MÁS DE LO ESPERADO, ...

- ... mientras que la **inflación de los servicios** ha seguido mostrando, como en otras geografías, una mayor resistencia a la baja de la prevista

IAPC SIN ENERGÍA Y ALIMENTOS: DIFERENCIA RESPECTO A LAS PREVISIONES DEL IT DE SEPTIEMBRE

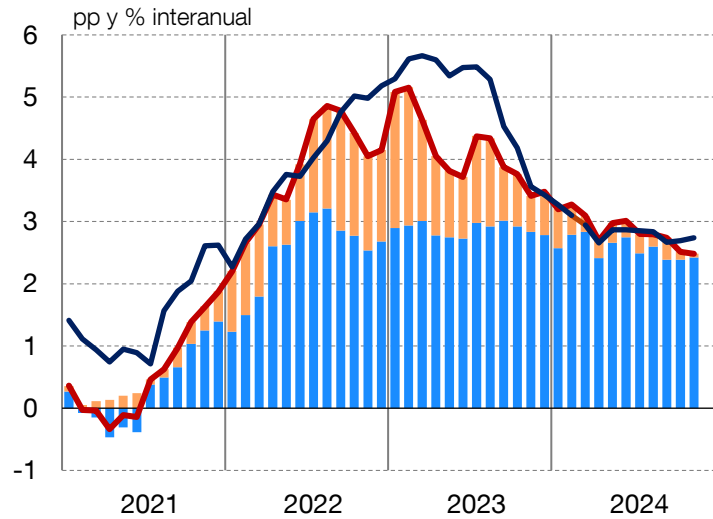


Fuente: Banco de España.



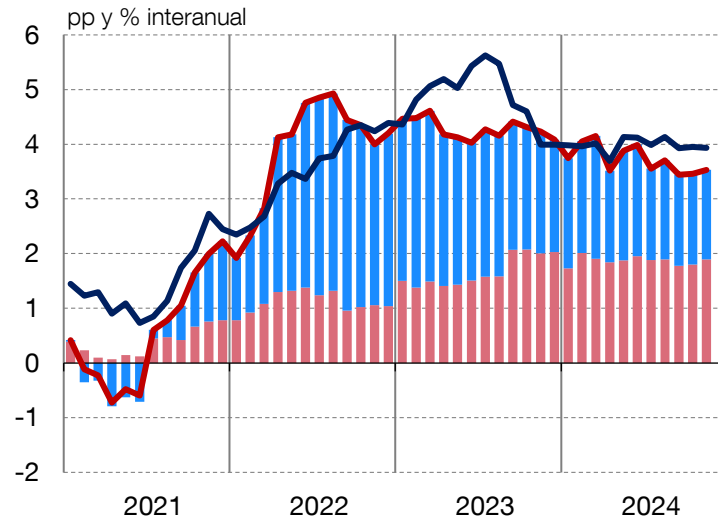
EN ESPAÑA, COMO EN LA UEM, DESTACAN LAS ELEVADAS TASAS DE INFLACIÓN EN LOS SERVICIOS DE RESTAURACIÓN Y TURISMO

IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES (a)



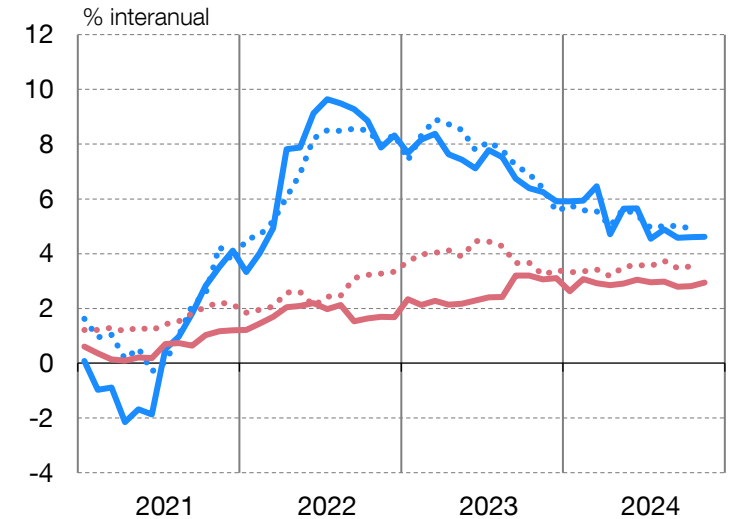
- INDUSTRIALES NO ENERGÉTICOS (31%)
- SERVICIOS (69%)
- IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS (ESPAÑA)
- IAPC SIN ENERGÍA NI ALIMENTOS (UEM)

IAPC SERVICIOS: EVOLUCIÓN Y CONTRIBUCIONES DE RESTAURACIÓN Y TURISMO Y RESTO (b)



- ESPAÑA. RESTAURACIÓN Y TURISMO (36%)
- ESPAÑA. RESTO (64%)
- ESPAÑA. IAPC SERVICIOS
- UEM. IAPC SERVICIOS

IAPC SERVICIOS: RESTAURACIÓN Y TURISMO Y RESTO (b)



- ESPAÑA. RESTAURACIÓN Y TURISMO (36%)
- UEM. RESTAURACIÓN Y TURISMO (28.4%)
- ESPAÑA. RESTO (64%)
- UEM. RESTO (71.6%)

Fuentes: Eurostat y Banco de España. Último dato: noviembre 2024.

(a) Entre paréntesis figura el peso en 2024 de cada componente en el IAPC sin energía ni alimentos.

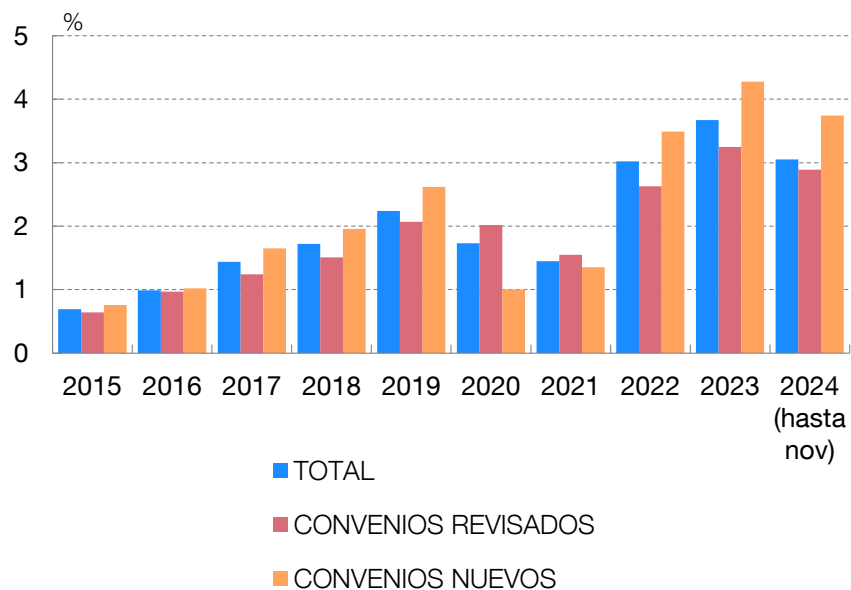
(b) Entre paréntesis figura el peso en 2024 de cada componente en el IAPC servicios.



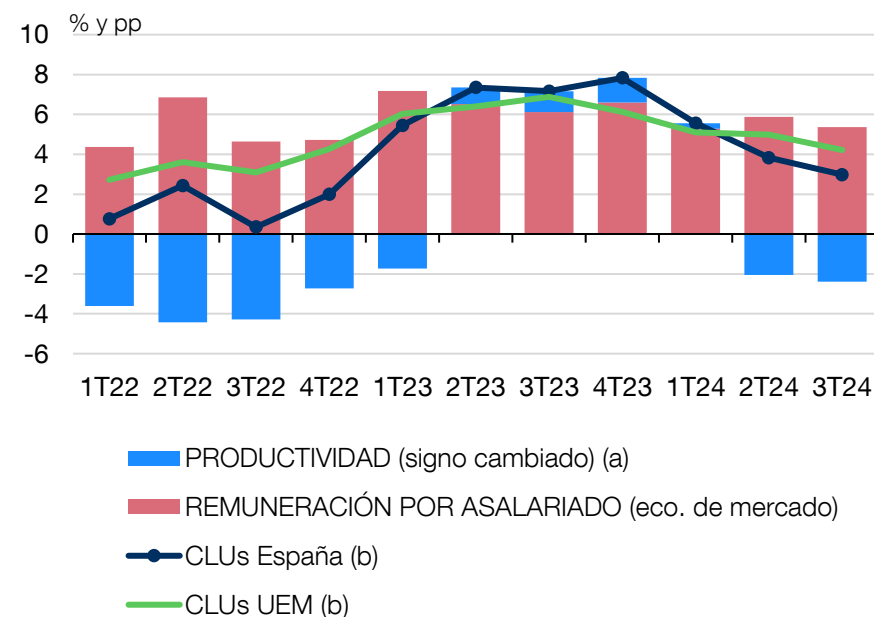
LA REMUNERACIÓN POR ASALARIADO SIGUE REGISTRANDO CRECIMIENTOS ELEVADOS, SI BIEN LOS COSTES LABORALES UNITARIOS SE DESACELERARON EN 3T24 POR EL AVANCE DE LA PRODUCTIVIDAD

- A pesar de la relativa moderación salarial que se observa en la **negociación colectiva**, la **remuneración por asalariado** en la economía de mercado ha mostrado un incremento interanual del 5,5% en el promedio de los tres primeros trimestres del año, lo que refleja una **deriva salarial** positiva cercana a los 2 pp
- En todo caso, los recientes avances en la **productividad** están contribuyendo a la desaceleración de los **costes laborales unitarios** –que han aumentado más en España que en el conjunto de la UEM desde finales de 2019–

CONVENIOS - INCREMENTO SALARIAL PACTADO



COSTE LABORAL UNITARIO Y CONTRIBUCIONES



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

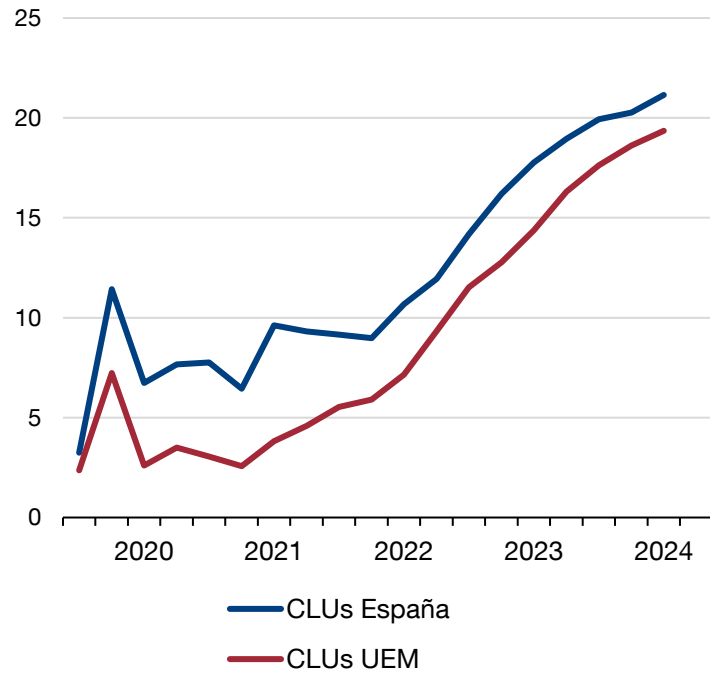
(a) La productividad se define como valor añadido bruto sobre el total de asalariados en un determinado sector.

(b) 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.

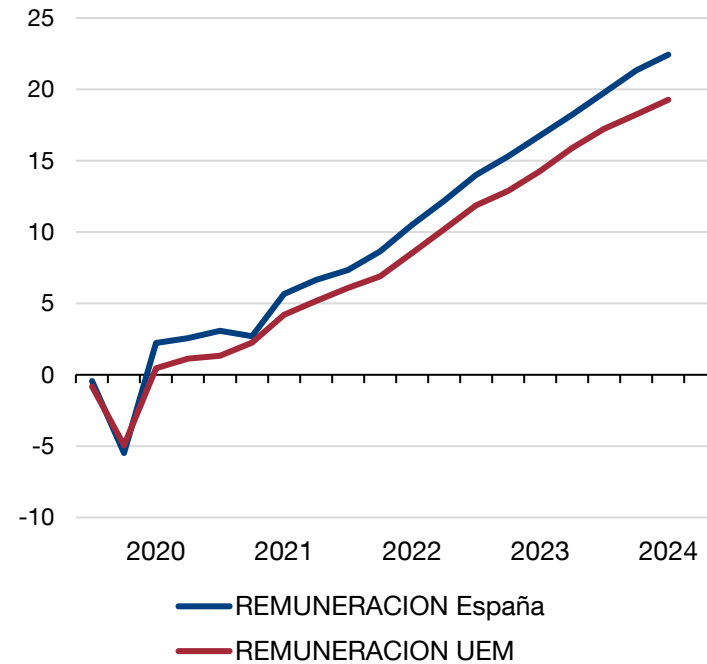
DESDE FINALES DE 2019, LOS COSTES LABORALES UNITARIOS HAN CRECIDO MÁS EN ESPAÑA QUE EN LA UEM DEBIDO AL MAYOR AVANCE DE LA REMUNERACIÓN POR ASALARIADO EN NUESTRO PAÍS

- El avance de la **productividad**, en términos acumulados durante este período, ha sido similar en ambas áreas

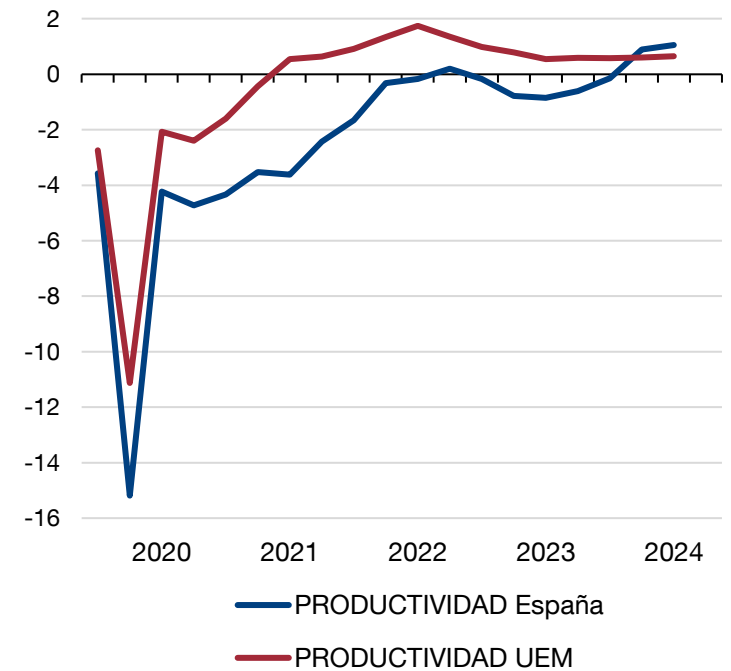
COSTE LABORAL UNITARIO (TOTAL ECONOMÍA) CRECIMIENTO ACUMULADO DESDE 4T2019



REMUNERACIÓN POR ASALARIADO (TOTAL ECONOMÍA) CRECIMIENTO ACUMULADO DESDE 4T2019



PRODUCTIVIDAD POR OCUPADO (TOTAL ECONOMÍA) CRECIMIENTO ACUMULADO DESDE 4T2019



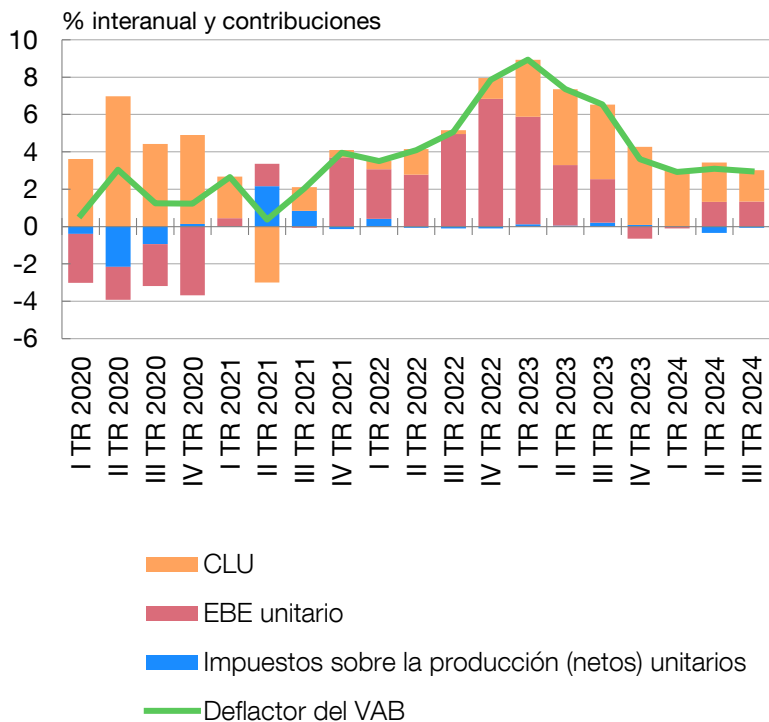
Fuentes: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España. Último dato: 2024 T3.



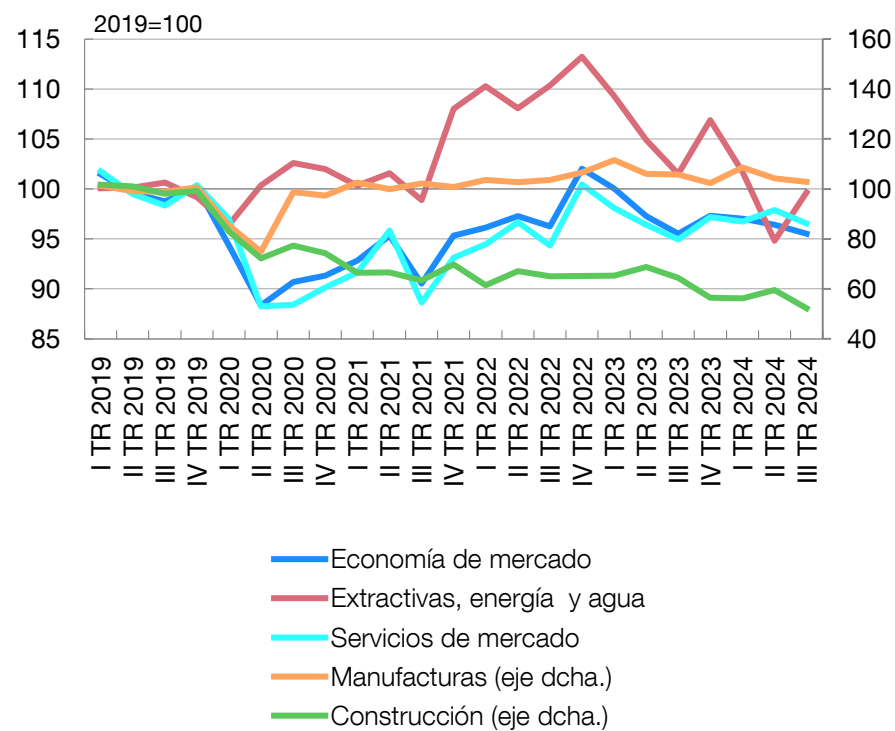
EN LOS ÚLTIMOS TRIMESTRES, LAS PRESIONES INFLACIONISTAS INTERNAS SE MANTIENEN ESTABLES, YA QUE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES HAN COMPENSADO LA DESACELERACIÓN DE LOS CLU

- La **ratio entre el excedente bruto de explotación (EBE) y el valor añadido bruto (VAB)** de la economía de mercado aún se encuentra por debajo de los registros previos a la pandemia, de acuerdo con la CNTR publicada por el Instituto Nacional de Estadística

DEFLECTOR DEL VALOR AÑADIDO DE LA ECONOMÍA DE MERCADO



EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES (EBE/VAB) SEGÚN LA CN



Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA 2024-2027

DESGLOSE PARA LAS PRINCIPALES PARTIDAS

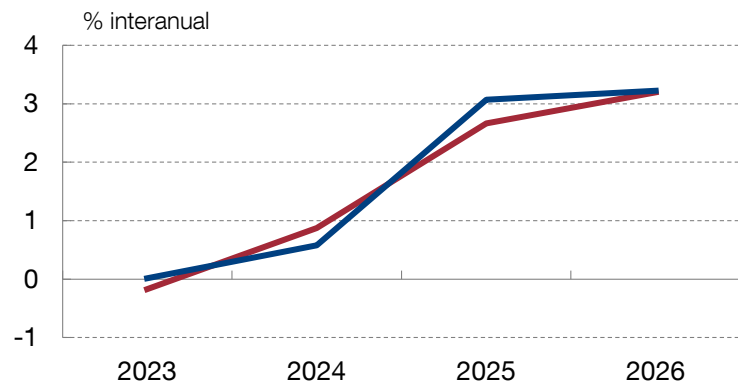
	2023	Proyecciones de diciembre de 2024					Proyecciones de septiembre de 2024		
		2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	
PIB	2,7	3,1	2,5	1,9	1,7	2,8	2,2	1,9	
Consumo privado	1,8	2,8	2,9	2,0	1,8	2,2	2,1	1,8	
Consumo público	5,2	4,2	1,9	1,8	1,7	1,8	2,0	1,7	
Formación bruta de capital	-1,6	0,8	3,1	2,2	1,9	1,8	2,1	2,4	
Exportación de bienes y servicios	2,8	3,3	3,0	3,2	2,9	3,5	2,7	3,2	
Importación de bienes y servicios	0,3	2,1	3,8	3,5	3,2	1,4	2,5	3,5	
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	1,7	2,6	2,6	1,9	1,7	2,0	2,0	1,8	
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	1,0	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,8	0,2	0,1	
PIB nominal	9,1	6,3	4,8	3,8	4,0	5,9	4,4	3,7	
Deflactor del PIB	6,2	3,1	2,2	1,8	2,2	3,0	2,2	1,8	
IAPC	3,4	2,9	2,1	1,7	2,4	2,9	2,1	1,8	
IAPC sin energía ni alimentos	4,1	2,9	2,3	1,9	1,8	2,8	2,2	1,9	
Empleo (personas)	3,0	2,1	1,6	1,1	1,0	2,2	1,6	1,1	
Empleo (horas)	2,0	1,2	1,3	1,1	1,0	1,8	1,7	1,1	
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	12,2	11,5	10,8	10,4	9,9	11,5	11,0	10,7	
Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	3,7	4,1	4,2	4,2	3,6	4,5	5,0	5,0	
Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,5	-3,4	-2,9	-2,7	-2,7	-3,3	-3,1	-3,2	
Deuda de las AAPP (% del PIB)	105,1	103,1	102,6	102,5	101,8	105,4	105,4	106,3	

Fuentes: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Último dato publicado de la CNTR: avance tercer trimestre de 2024.

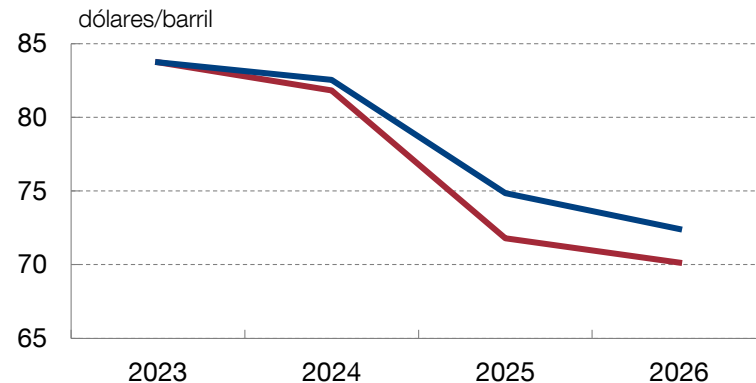
(a) Fecha de cierre de las proyecciones: 27 de noviembre de 2024.

CAMBIOS EN LOS SUPUESTOS RESPECTO AL EJERCICIO DE PROYECCIONES DE SEPTIEMBRE

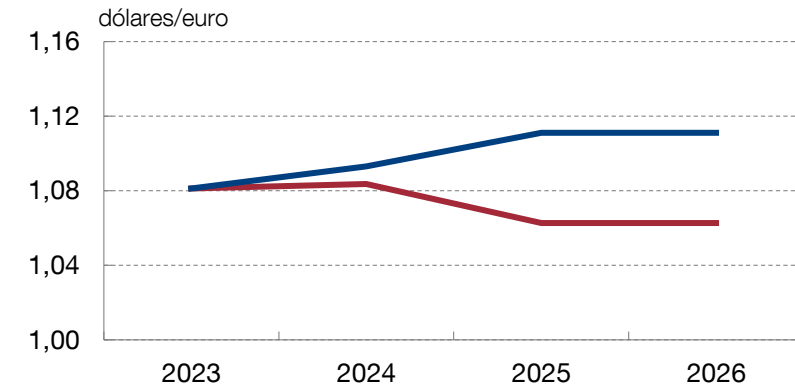
MERCADOS DE EXPORTACIÓN



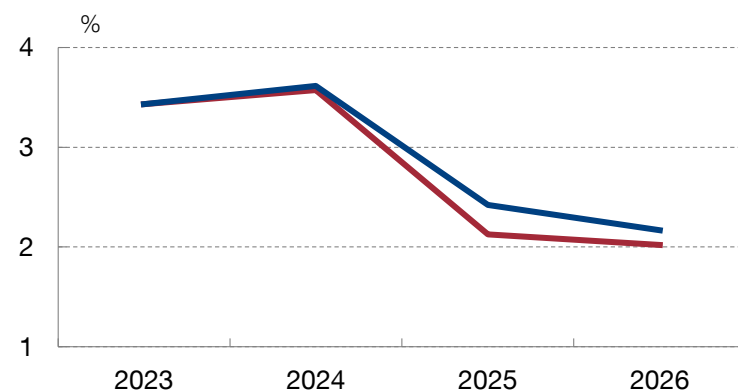
PRECIO DEL PETRÓLEO



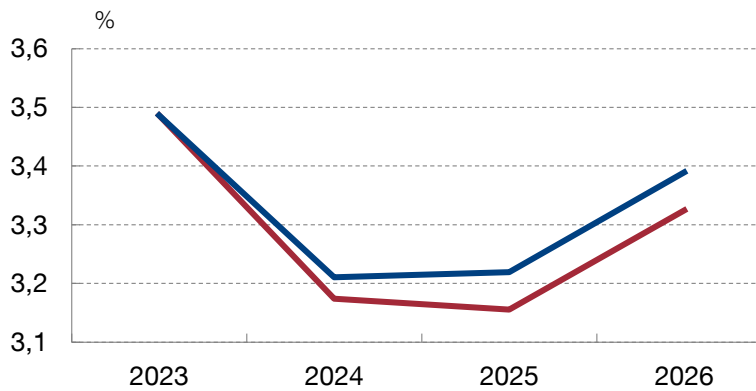
TIPO DE CAMBIO



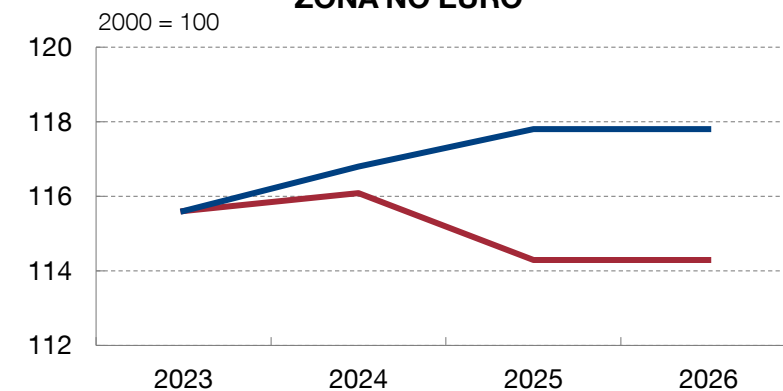
TIPOS DE INTERÉS A CORTO PLAZO



TIPOS DE INTERÉS A LARGO PLAZO



TIPO DE CAMBIO EFECTIVO NOMINAL FREENTE A LA ZONA NO EURO



— SEPTIEMBRE 2024

— DICIEMBRE 2024

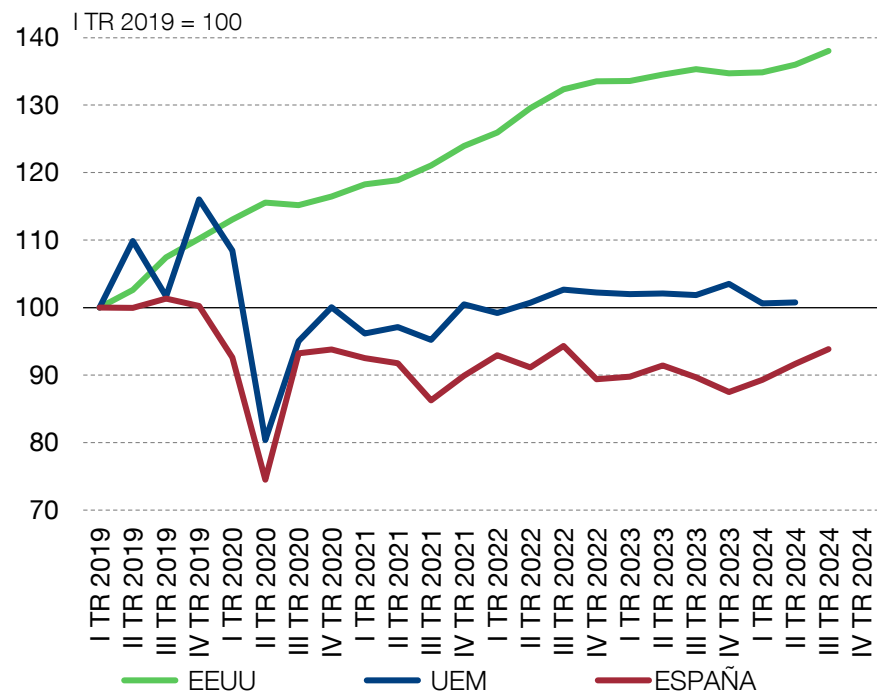
Fuentes: Banco Central Europeo y Banco de España.



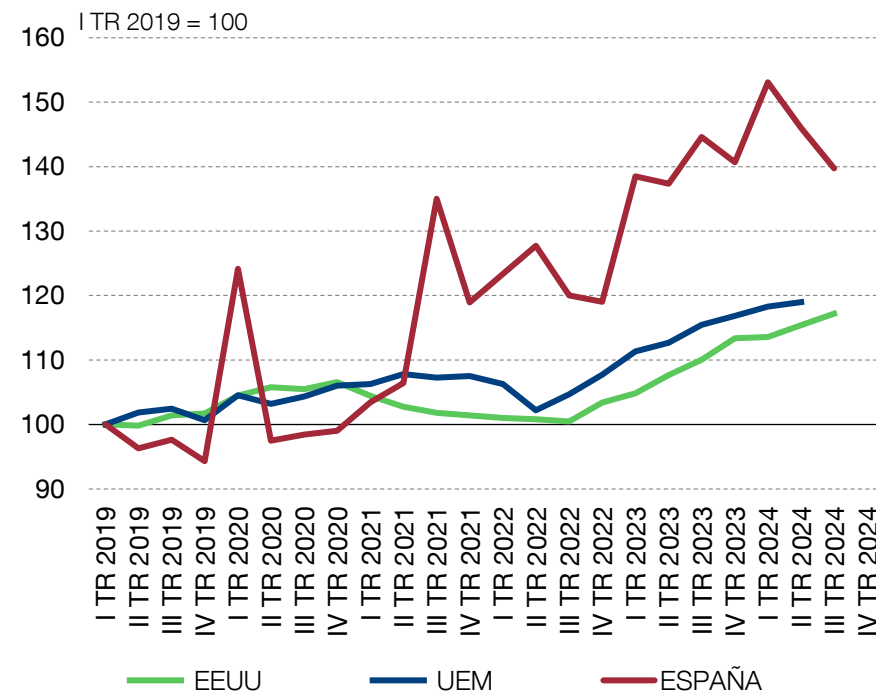
LA ATONÍA QUE PERSISTENTEMENTE VIENE MOSTRANDO LA INVERSIÓN EMPRESARIAL EN NUESTRO PAÍS SUPONE UN RIESGO A LA BAJA PARA LA SENDA DE CRECIMIENTO DEL PIB QUE SE PROYECTA

- Tanto en 3T24 como en el conjunto de 2024, el grado de dinamismo de la inversión ha sido reducido y ha sorprendido consistentemente a la baja; un patrón que se mantiene desde finales de 2019
- Esta debilidad es especialmente acusada en términos de la inversión productiva privada –que excluye, de la formación bruta de capital fijo, la inversión pública y la inversión en vivienda–; una debilidad que no ha podido ser compensada por el vigor que la inversión pública ha mostrado en España en los últimos años
- Los indicadores cualitativos más recientes sugieren que la inversión productiva mantendría un avance modesto en el tramo final del año. En cambio, el indicador de ejecución de obra apunta a una aceleración de la inversión en vivienda en los próximos trimestres

INVERSIÓN PRODUCTIVA PRIVADA



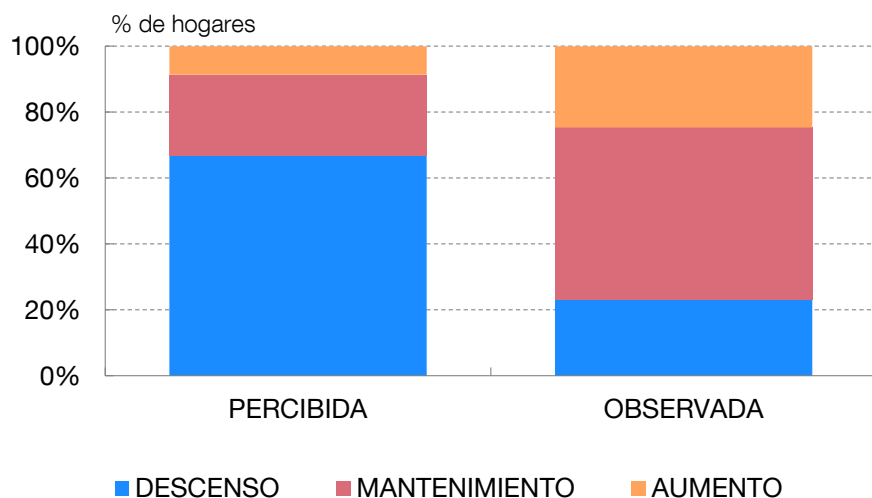
INVERSIÓN PÚBLICA



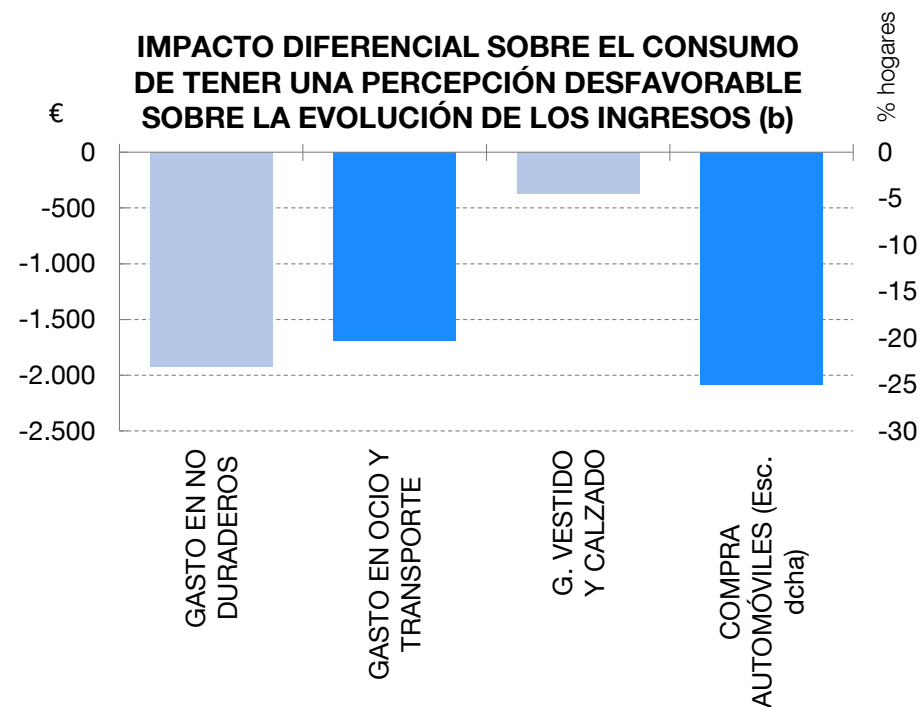
LA PERCEPCIÓN DE LOS HOGARES SOBRE LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE SUS INGRESOS CONDICIONA DE FORMA DECISIVA SUS NIVELES DE CONSUMO

- De acuerdo con la encuesta CES del Banco Central Europeo, los hogares –europeos y españoles– tienden a percibir un mayor deterioro de sus ingresos reales en los últimos meses del que se ha producido
- Entre los hogares cuyos ingresos han aumentado en términos reales, aquellos que tienen una percepción más pesimista sobre la evolución de los mismos muestran menores niveles de consumo que el resto

EVOLUCIÓN PERCIBIDA Y OBSERVADA DE LOS INGRESOS. ESPAÑA (a)



IMPACTO DIFERENCIAL SOBRE EL CONSUMO DE TENER UNA PERCEPCIÓN DESFAVORABLE SOBRE LA EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS (b)



Fuentes: Consumer Expectations Survey y Banco de España.

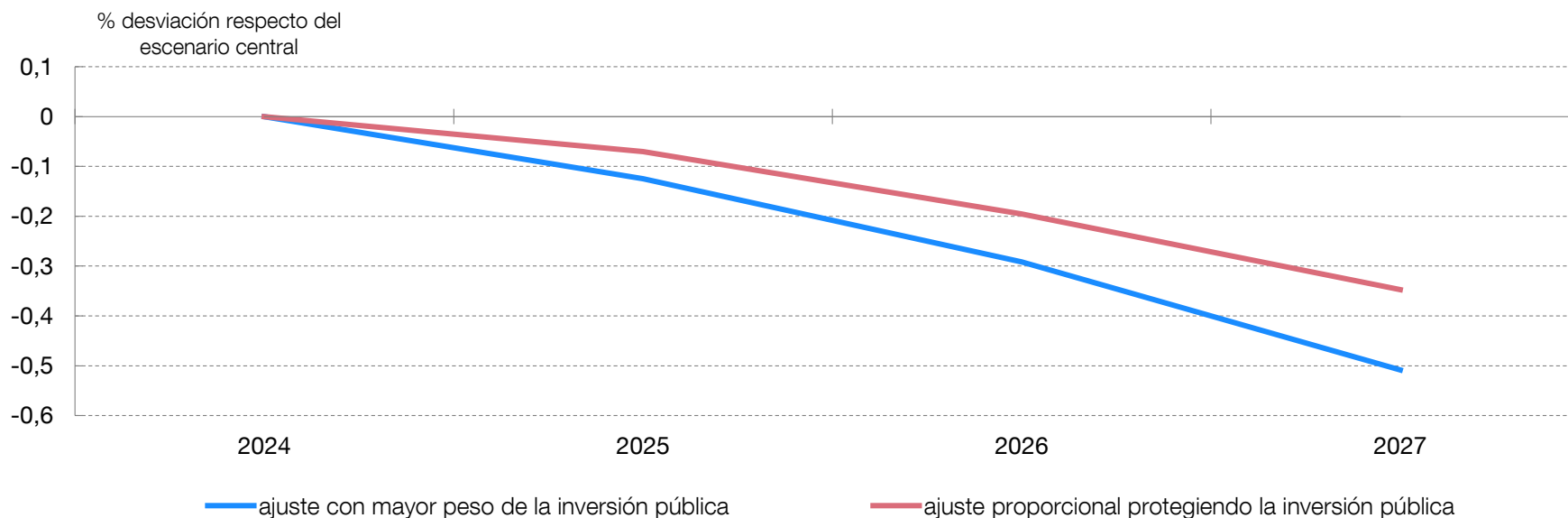
(a) Para la “evolución percibida” de los ingresos, el gráfico recoge la proporción de hogares que percibe que los ingresos del hogar han crecido más, menos o aproximadamente igual que los precios entre septiembre de 2023 y el mismo mes de 2024. Para la “evolución observada”, el gráfico recoge la proporción de hogares para los que los ingresos laborales reportados por el encuestado han crecido más, menos o igual que la inflación observada entre octubre de 2023 y el mismo mes de 2024. Se dispone de información sobre los ingresos por rangos, por lo que el porcentaje de hogares en los que el encuestado indica que sus ingresos laborales han aumentado (caído) recoge aquellos que han pasado a un rango de ingresos más elevado (reducido).

(b) Para los hogares que reportan un aumento de sus ingresos en términos reales, el gráfico muestra la diferencia entre la variación de los niveles medios de consumo entre los hogares que perciben un aumento de sus ingresos reales y los de aquellos que perciben un descenso. En el caso de la compra de automóviles (eje derecho), se muestra la diferencia en términos del porcentaje de hogares de ambos grupos que han adquirido uno. Las barras en color más oscuro recogen los casos en los que la brecha existente entre ambos grupos es estadísticamente significativa.

EL IMPACTO MACROECONÓMICO QUE SE DERIVARÍA DE UN CUMPLIMIENTO ESTRICTO DEL PFEMP DEPENDERÁ DE LA COMPOSICIÓN DEL AJUSTE FISCAL ADICIONAL REQUERIDO

- El escenario macroeconómico y los supuestos sobre las medidas fiscales que subyacen al ejercicio de proyecciones actual son coherentes con un **crecimiento del gasto primario neto** del 3,9% en promedio anual durante el período 2025-2027, que sería 0,4 pp superior –de nuevo, en promedio anual– al comprometido en el **Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP)** –del 3,5%– [La AIReF estima un crecimiento promedio del gasto primario neto en este período que estaría 0,3 pp por encima del establecido en el Plan]
- Por tanto, **un cumplimiento estricto de los compromisos adquiridos en el PFEMP exigiría un ajuste adicional promedio de entre 0,3 pp y 0,4 pp anuales** en el crecimiento del gasto primario neto a lo largo del horizonte de proyección
- **Este ajuste adicional no se incluye en el escenario central de este ejercicio de proyecciones**, dado que no existe suficiente concreción en cuanto a la forma de llevarlo a cabo. En todo caso, **su impacto sobre la senda de crecimiento a futuro dependerá de su composición**

IMPACTO SOBRE EL NIVEL DEL PIB DE SENDAS ALTERNATIVAS DE AJUSTE FISCAL ADICIONAL

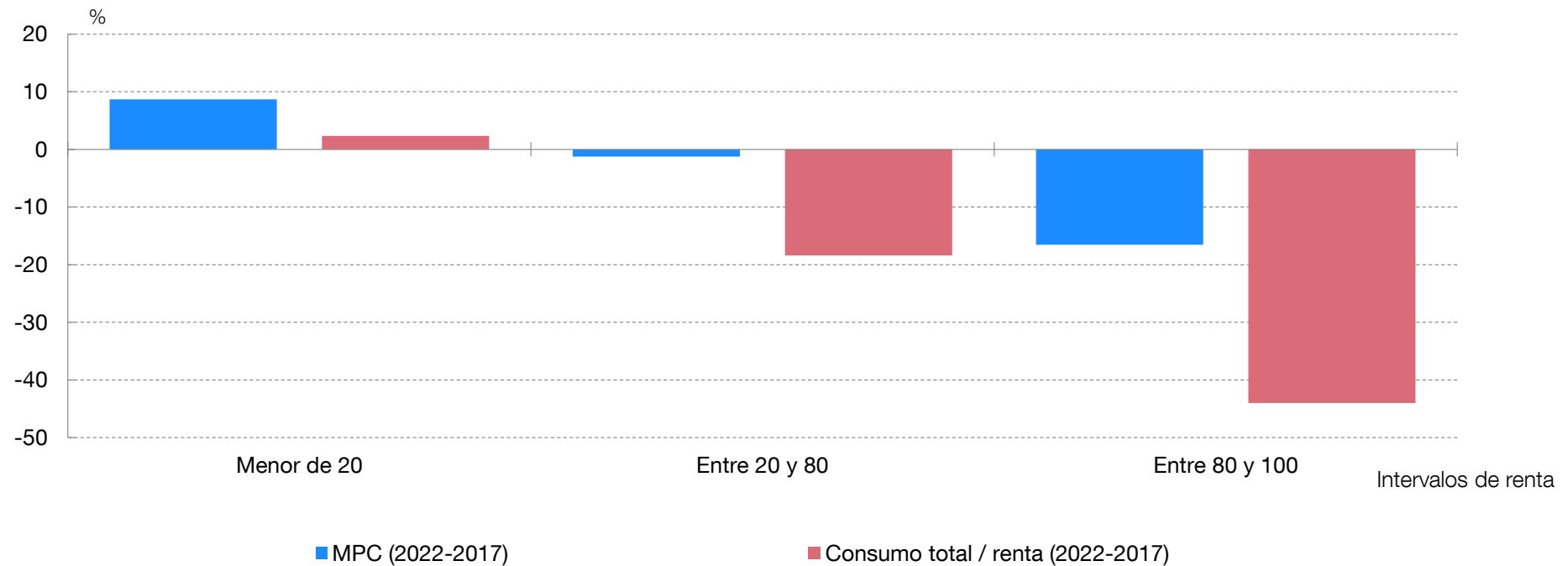


Fuente: Modelo Trimestral del Banco de España.

EVOLUCIÓN DE LA MPC Y DEL GASTO POR PERCENTILES DE RENTA

- Aunque la MPC se estima a partir de un escenario hipotético –esto es, recibir un premio de la lotería–, resulta informativa para entender la evolución del consumo, ya que se observa una correlación positiva entre los cambios en estas MPC hipotéticas y los que se producen en la ratio de gasto total sobre renta

CAMBIO EN LA MPC Y EN LA RATIO DE CONSUMO TOTAL Y RENTA



Fuente: Encuesta Financiera de las Familias (EFF) 2017 y 2022.

