

num#9 Sep'24

# MacroInsights

## Coyuntura macro

El RealTimeTracker, nuestro modelo de seguimiento y pronóstico en tiempo real, estima que el crecimiento trimestral del PIB rondaría el **+0,6% trimestral en el 3T24**, moderándose levemente frente al 0,8% del 1T y el 2T. Ello introduce sesgos alcistas en las proyecciones para el conjunto del año, y **empuja medio punto nuestra previsión anual: hasta el +2,8%**.

## Enfoque global

Tras años de pausa forzados por los *shocks* externos, la UE tiene nuevas reglas fiscales. A partir de ahora, **España y el resto de países están obligados a elaborar planes de senda fiscal** que, en un margen mínimo de 4 años, asegure déficit y deuda por debajo de los niveles comúnmente establecidos, especificando también inversiones y reformas.

El nuevo marco se plantea como más flexible y adaptable a cada país, pero **hasta que no se ponga en marcha no veremos sus resultados reales** en términos de lograr el objetivo deseado sin impedir en exceso inversiones de largo alcance (defensa, descarbonización, digitalización) ni desatar crisis políticas como la de 2010-2015.

## Perspectiva micro

En este nuevo marco, la fragilidad de la situación fiscal española (déficit y deuda por encima de límites; perfil demográfico en declive con el consiguiente incremento sostenido de gasto estructural) supondrá una prueba especialmente dura: la Autoridad Fiscal Independiente (AIREF, que de hecho tendrá rol supervisor en el plan en coordinación con la Comisión) **estima que el ajuste fiscal alcanzaría 0,64 puntos del PIB (9.000M€)** entre 2025 y 2028.

Es previsible que **parte de este ajuste recaiga sobre las empresas** mediante mayores contribuciones impositivas, o al sostenimiento de las existentes hasta ahora planteadas como transitorias.



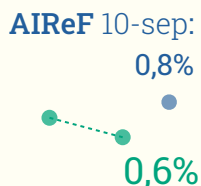
## Coyuntura macro

## Crecimiento en ralentización

El PIB español seguiría en expansión durante el tercer trimestre del año. El crecimiento rondaría el **+0,6%** trimestral según nuestro RealTimeTracker [metodología explicada en el anexo]. Este avance se situaría entre el 0,4% proyectado por el Panel de Funcas y el 0,8% del *nowcast* de AIReF del 10-sep. Asimismo, y con la cautela derivada de un volumen de información aún muy preliminar, el RTT anticiparía un avance en torno al **+0,4% en el 4T**.

Este +0,6% se sustenta en la **mejora de los indicadores de confianza**, sin que los datos de alta frecuencia de actividad y empleo drenen fuerza al crecimiento. Esta tasa, no obstante, supondría una **leve desaceleración frente al avance de la primera mitad del año**. Recordemos que el INE reestimó al alza en una décima el crecimiento del 1T (hasta el 0,8% trimestral) y reportó una expansión similar en el 2T (0,8%), lo que implicaría un primer semestre de avance significativo y superior al esperado a principios del ejercicio.

Fig 1 **Evolución de la estimación de crecimiento intertrimestral PIB del 3T24 según nuestro RealTimeTracker** · 6-sep



↑ Expansión del PIB

1-sep-24

30-sep-24

Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

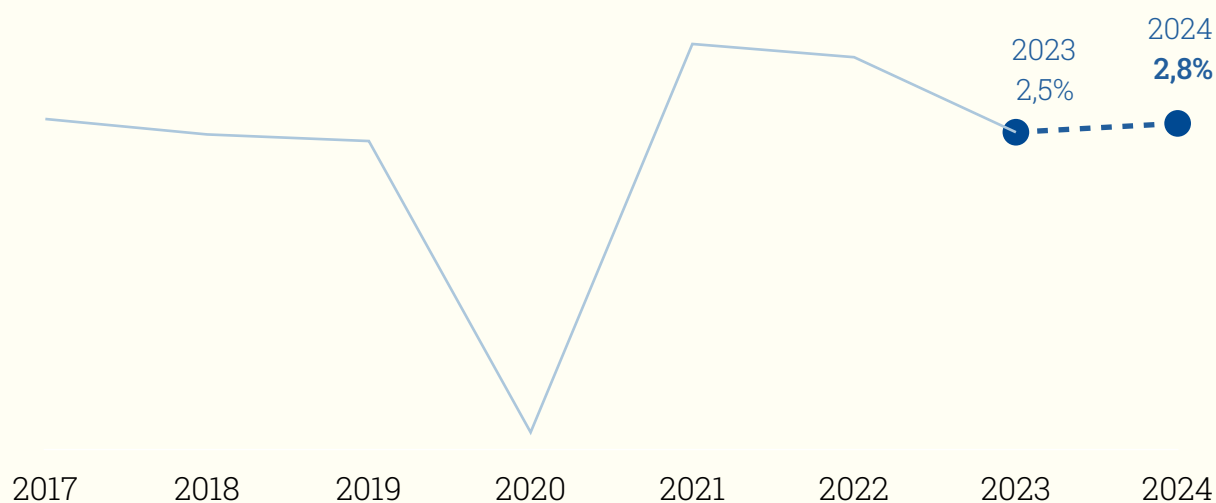
El PIB habría ya cifrado un **aumento del +2,7% interanual** acumulado en el primer semestre de 2024, superando el 2,5% del año pasado. Además del ritmo de avance, resalta el relativo equilibrio por sector y rubro.

- El sector primario, por el lado de la oferta, creció a menor tasa que el PIB, pero el resto de ramas cifró un dinamismo significativo en el primer semestre (**servicios +2,8%, construcción +2,9%, industria +3,2%**).
- Por el lado de la demanda se registró una **notable tracción del consumo** (+2,5% el privado y +2,8% el público), frente a avances más leves de la inversión (1,5%).
- Otra parte provino de la **demanda externa neta, que aportó medio punto al crecimiento interanual** en la primera mitad del año gracias a un mayor avance de las exportaciones (+1,6%) que de las importaciones (+0,3%).
- La solidez de la posición exterior se observa igualmente en la balanza de pagos, que exhibió el **mayor superávit en décadas** (+3,9% del PIB en el acumulado de los doce meses hasta junio) y está permitiendo suavizar el acusado desbalance financiero exterior (la posición de inversión internacional neta o PIIN, que ha caído desde el -98% del PIB hace una década hasta el -51% en el 1T24).

La comparación con nuestros socios revela que la economía española mantiene una expansión sustancialmente mayor. Frente al citado 2,7% interanual en el primer semestre, la **Eurozona apenas se ha expandido medio punto**, si bien la reestimación al alza de las cifras muestra que se consiguió sortear la recesión técnica, con avances trimestrales moderados durante el último año natural. Mientras, la ocupación por Contabilidad Nacional avanzó un 2,6% interanual en España durante el primer semestre frente a menos del 1% en la zona euro.

En conjunto, la lectura del avance registrado por la economía española en el 1T-2T y el tono positivo que muestra nuestro RealTimeTracker para el 3T-4T implican **notables sesgos al alza para el conjunto del año**. Procede elevar la previsión de crecimiento del 2,3% **hasta el +2,8% a cierre de 2024**, acelerándose 4 décimas frente al avance de 2023 y superando el consenso y la expectativa que todos los analistas teníamos a principios del ejercicio. Incluso sin crecimiento en el 4T, estaría garantizado un avance anual del 2,6%. Todo ello contrasta con un tímido 0,9% de avance para la eurozona en 2024 según las últimas proyecciones del BCE y el FMI.

Fig 2 **Estimación de crecimiento del PIB interanual según el RealTimeTracker** · y **evolución real desde 2017**



Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

En el frente monetario y financiero prosigue la reducción de la inflación, que se situó en el 2,2% en agosto, tanto en España como en la eurozona. Tras el inicio del ciclo de bajadas de tipos de interés de un cuarto de punto en junio, el mercado ya descontaba la reducción adicional del Consejo de Gobierno del BCE en su reunión del 12-sep, quizá seguida de otra más en lo que resta de año en función de la evolución reciente de distintos indicadores (principalmente inflación general y subyacente, pero también tipos de cambio, salarios, crédito o actividad) y las proyecciones del Eurosistema. También influirá el balance de riesgos detallado a continuación.

### ● Riesgos en IVT24

En los últimos meses el panorama de riesgos parece haber **repuntado** ligeramente a cuenta del recrudecimiento de la tensión geopolítica en Oriente Medio y el este de Europa, la incertidumbre asociada a las caídas repentinas y en cadena de los sistemas informáticos, las dudas sobre el mercado inmobiliario comercial o la intensificación de las tensiones del transporte de mercancías en el Mar Rojo y los conatos de guerra comercial con China. Así lo han analizado los supervisores financieros europeos recientemente.

A todo lo anterior se le añade la **incógnita del resultado en la elección estadounidense** del próximo noviembre, final decisivo al *superaño* electoral. Mientras el resultado de las elecciones europeas dejó un Parlamento sensiblemente más escorado a la derecha, no afectó al centro de gravedad del hacer político en Bruselas: tal y como se está viendo en el proceso de

confirmación de la nueva Comisión, la mayoría en torno a los grandes grupos de centro-izquierda, centro y centro-derecha seguirá marcando el paso, si bien es probable que el mayor poder relativo de formaciones más conservadoras se note en una **mayor priorización de determinados files y objetivos** sobre otros (defensa y competitividad por encima de descarbonización).

La situación es muy distinta en EEUU, donde el resultado sí condicionará por completo el camino de policy que siga el país. Un nuevo gobierno Trump, que ahora mismo tiene una probabilidad entre media (45%) y alta (65%) de suceder según los pronósticos demoscópicos, traería consigo probablemente **disrupciones en materia de alianzas transatlánticas en defensa y comercio**, planteándole a los gobiernos europeos (y a la nueva Comisión) el dilema de cómo proceder en un mundo fragmentado sin poder confiar en su más fuerte aliado tradicional.

En suma, en este balance predominan de forma muy clara los factores de riesgo externos, sin que se aprecie en el caso español factores domésticos adversos de especial entidad a corto plazo, ni en el frente financiero ni el de la economía real. En el político, **la mayor incógnita interna gira en torno a la gobernabilidad** tanto en materia presupuestaria como de normas con rango de ley: la coalición multi-partido que soporta el hacer parlamentario del actual gobierno no puede darse por cierta para ninguna de las dos cosas.

En este contexto, con un nuevo gobierno europeo previsto para final de año que llegará con nuevas prioridades de inversión que podrían acrecentarse en función de cómo se vaya resolviendo el panorama de riesgos geopolíticos, el Eurobanco ha venido enfatizando en sus comunicados la **necesidad de reforzar la sostenibilidad fiscal** por parte de los Estados miembros como manera de ganar resiliencia para el conjunto del continente y para cada una de sus piezas. Con ello, llama a "aplicar plenamente y sin demora el marco de gobernanza económica revisado de la UE debería ayudar a los Gobiernos a reducir los déficits presupuestarios y las ratios de deuda de forma sostenida". En efecto, la activación del nuevo marco europeo de reglas fiscales y las vulnerabilidades presupuestarias estructurales en muchos de los países europeos (incluida y, destacadamente, en España) revisten una especial relevancia en este momento del ciclo y un indudable desafío de gestión para las autoridades, y de ahí que decidamos abordarlo como asunto central en el resto de esta edición.

 Enfoque global

## El nuevo marco de reglas fiscales de la UE

La reforma del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC), adoptada en abril, fue uno de los hitos de cierre de la legislatura y su aplicación será uno de los caballos de batalla entre la UE y los estados miembros en este nuevo mandato, al suponer el **fin de la laxitud fiscal de los últimos años**<sup>1</sup> y el regreso de las restricciones para los países de menor constancia fiscal.

El nuevo marco se inspira en el PEC original, manteniendo algunos de sus fundamentos, como los valores de referencia (déficit del 3% del PIB y deuda del 60%) o los mecanismos de vigilancia (el Protocolo de Déficit Excesivo -PDE- a cargo de la Comisión Europea y del Consejo y las orientaciones de ambos para los países infractores).

El continuismo procede de que para los países más ortodoxos (los centroeuropeos y nórdicos, y ahora también los del Este) el PEC es, pese a sus problemas de diseño e implementación, el **"ancla" fiscal de la Unión**, cuyos Estados miembros que deben alinearse y comprometerse con él al desplegar la política fiscal. La importancia de cumplirlo es aún más obvia en zona euro, para **preservar la solidez de la moneda compartida** y evitar episodios de inestabilidad extrema como el que se desató en la crisis del euro, que generó una espiral de crecimiento desordenado en las primas de riesgo, dificultades de emisión en la Europa periférica o una consolidación procíclica que, en conjunto, engendraron dudas sobre la viabilidad y supervivencia del euro y requirieron el respaldo *full-force* del BCE para atajarlas de raíz por Draghi en el verano de 2012.

El nuevo marco introduce, al mismo tiempo, tres novedades determinantes:

- **Plan fiscal a medio plazo:** cada país elaborará un plan en el que se comprometa a seguir una senda fiscal basada en el gasto público primario neto, que saca del cómputo el desempleo o parte de los programas UE<sup>2</sup>. El plan durará como mínimo 4 años y debe incorporar un programa de inversiones públicas y reformas que, en conjunto con la senda fiscal, garanticen una reducción sostenida y gradual de la deuda y un crecimiento sostenible, aunque a cambio de reformas e inversiones adicionales que apoyen el crecimiento potencial y la sostenibilidad presupuestaria el plan puede prorrogarse tres años más. Este

---

<sup>1</sup> Europa suspendió el PEC al verse sorprendida por la pandemia y pospuso su reforma tras años de discusiones. Diversos actores abogaron por que sería idóneo reactivar el PEC bajo el nuevo marco, como finalmente ha sucedido.

<sup>2</sup> Gasto neto de medidas de ingresos discrecionales y excluidos el gasto en intereses, el gasto cíclico en ayudas al desempleo, el gasto en programas de la UE totalmente compensados por los ingresos de los fondos de la Unión.

primer año de aplicación los Estados Miembros deberán remitir sus respectivos planes como tarde el próximo 20 de septiembre.

- **Reglas de ajuste:** el país con un déficit superior al 3% debe ajustar su saldo estructural en 0,5 p.p. del PIB al año, aunque se exceptuará el gasto en intereses de forma transitoria en 2025-27). Además, el rigor fiscal requiere: i) una reducción de la deuda de entre 0,5 y 1 p.p. durante el periodo de ajuste, según el nivel de deuda pública; e ii) un déficit público estructural que no supere el 1,5% del PIB después del plan de ajuste.
- **Supervisión:** las agencias fiscales independientes (AIReF en España) tienen mayor competencia e involucración y se afilan las sanciones (el país infractor en el PDE que no adopte las medidas necesarias puede ser sancionado con multas de hasta el 0,05% del PIB y acumulables cada seis meses).

Los defensores del nuevo PEC aducen que el marco supone una mejora, al **habilitar vías de ajuste fiscal más graduales y específicas para cada país**, al tiempo que **protege ciertas inversiones y promueve las reformas**. Todo esto seguramente favorezca el cumplimiento y de esta forma la credibilidad fiscal, generando a su vez beneficios colaterales (mejores calificaciones soberanas, menor gasto en intereses, más recursos para impulsar el crecimiento, etc.).

Sin embargo, los críticos han señalado diversas limitaciones, entre las que cabría destacar cuatro por su potencial impacto:

- **Aumenta el nivel de complejidad** mediante salvaguardas adicionales o reglas de ajuste que pueden superponerse entre sí y mantiene el uso de variables estructurales, que no son fácilmente observables ni discutibles, y por tanto su fijación es más volátil.
- **Limita el espacio fiscal para inversiones** prospectivas de largo alcance, incluyendo defensa, nuevas tecnologías, digitalización o transición verde.
- **No está claro que vaya a mejorar lo suficiente la apropiación del plan** por parte de cada país, a que ahora cada gobierno tiene un mayor papel al definir su estrategia. De no suceder, podría desincentivar el ajuste por parte de los gobiernos y el apoyo de la opinión pública sobre su necesidad e idoneidad, sobre todo en países como España, cuya descentralización dificulta la comprensión, la transparencia y la rendición de cuentas.
- **No resuelve el carácter procíclico de las reglas**, impidiendo que la política fiscal actúe con el carácter anticíclico que le es propio<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> La prociclicidad llevó hace una década a consolidaciones en crisis y después inhibió a planes ambiciosos de inversión aprovechando una década de tipos bajos, lo que a su vez complicó al BCE combatir la desinflación. Todo ello, en conjunto, parece haber empeorado la posición de deuda más de lo deseable.

Más en general, las condiciones bajo las que un ajuste fiscal es eficaz para su cometido sigue abierto a debate empírico. El FMI advertía en su WEO de abr-23 que un amplio rango de métodos econométricos basados en la literatura empírica confirmaba que las consolidaciones fiscales no reducían, en promedio, las ratios de deuda. Este resultado parece procede de que:

- **No se implementaron en las condiciones adecuadas**, aprovechando periodos de dinamismo económico o de condiciones financieras laxas.
- **No tuvieron la composición apropiada**: es más probable el éxito con ajustes del gasto que con subidas de impuestos y con planes plurianuales que den certidumbre.
- **No se apoyaban en un sólido marco institucional** y no dispusieron políticas de acompañamiento, es decir: reformas estructurales ambiciosas a favor del crecimiento.

Lo cierto es que la situación fiscal parte ya desalineada con los objetivos del PEC, lo que complicará el trabajo a la Comisión Europea. Sus últimas previsiones anticipan **que 13 de los 27 países de la UE infringirán este año el límite de déficit y 12 el de deuda**. Gran parte del problema se concentra en la zona euro y en países centrales como Francia e Italia, que han reestimado al alza el déficit y generado volatilidad en mercados<sup>4</sup>. Además, la envolvente financiera es más difícil de gestionar, ya que la posición endurecida de política monetaria se prolongará con tipos de interés relativamente elevados, que encarecerán las emisiones de deuda del Tesoro en un contexto de bajo crecimiento y tensiones geopolíticas.

Todo ello llevó al Consejo, en las recomendaciones del Semestre Europeo en julio, a abrir PDE a siete Estados miembros (Francia, Italia, Bélgica, Hungría, Eslovaquia, Polonia y Malta) y mantener en el Rumanía. En noviembre la Comisión presentará sus propuestas de consolidación fiscal para estos países.

---

<sup>4</sup> Francia por la debilidad en la recaudación y sus medidas de apoyo a familias, Italia por el mayor uso en los subsidios para la reforma de vivienda o un mayor gasto en intereses que el previsto.



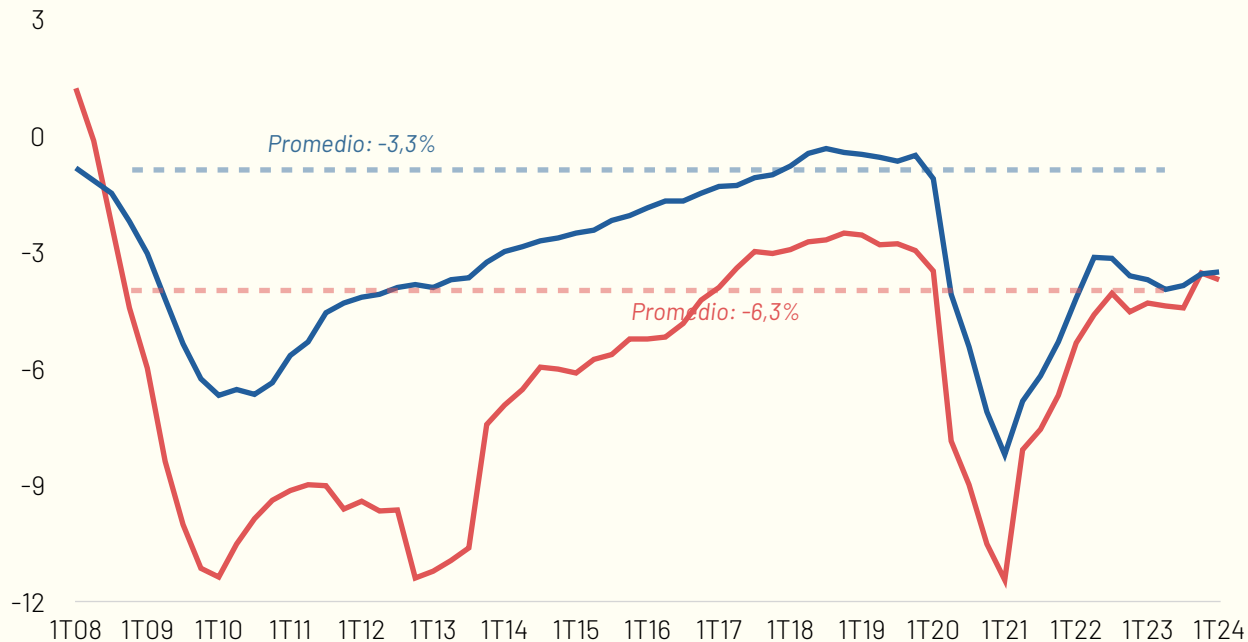
## Perspectiva micro

# Escasa integración de los mercados financieros en detrimento de las empresas europeas

Si la robustez fiscal, además de un bien público en sí mismo, es un mecanismo para ganar resiliencia en un entorno incierto en el que las debilidades en este frente se vuelven riesgos, y las fortalezas pueden ser convertidas en autonomía de decisión, vale aún más la pena fijar el análisis en dónde estarían esos puntos débiles y las derivadas que pueden tener para nuestro tejido económico. Y la realidad es que la situación fiscal de España es comparativamente más comprometida que en el promedio de la zona euro debido a tres factores propios:

- La **situación de la deuda es mucho menos holgada**, ya que en España se sitúa en el 109%, 20 puntos más que en la eurozona y 11 puntos más que antes de la pandemia.

Fig 3 **Evolución trimestral del saldo fiscal para España y el conjunto de la Eurozona** · % sobre el PIB

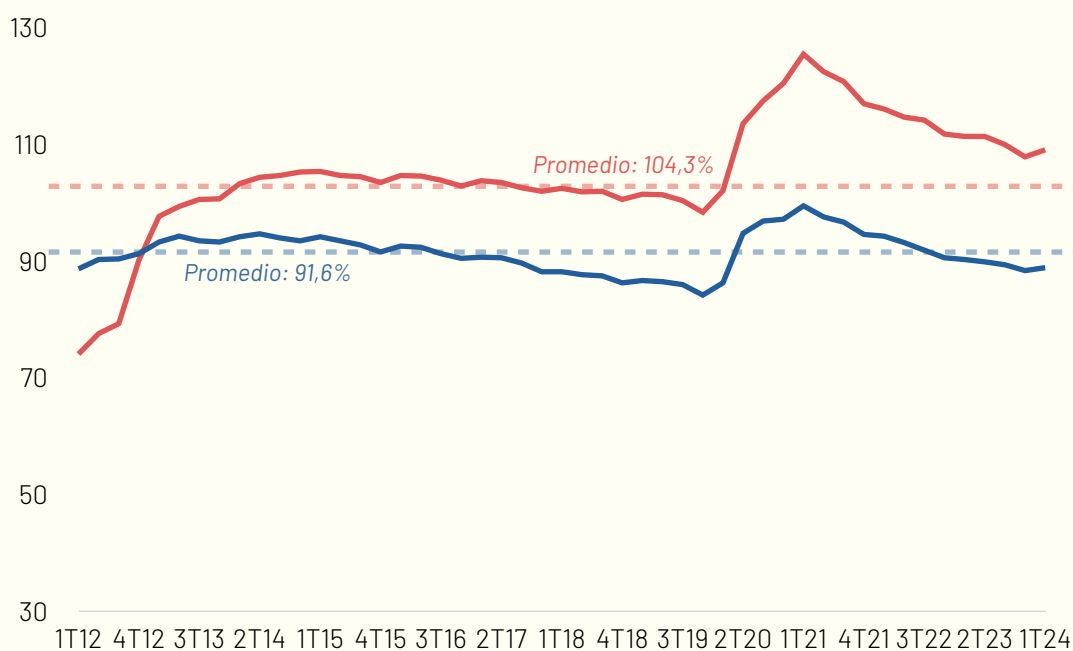


Fuente: Eurostat

- El **déficit fiscal continúa elevado**: España lleva década y media promediando un 6,3%, el doble que la eurozona y que el objetivo del PEC. Ahora está en el **3,7%** y el Gobierno espera reducirlo al 1,8% en 2027, pero FMI cree que se mantendrá en la cota del 3% hasta el final de la década. Aún preocupa más la

situación del déficit estructural, que según el organismo se mantendrá también en el 3%.

Fig 4 **Evolución trimestral la deuda para España y el conjunto de la Eurozona** · % sobre el PIB



Fuente: Eurostat

- Y **el envejecimiento demográfico es más acentuado** e implicará mayores retos a largo plazo, pues según el Ageing Report del BCE en 2021 proyectaba para España alrededor de un 22% del PIB de costes del envejecimiento en 2070 (pensiones, sanidad, cuidados) mientras que el Ageing Report de 2024 lo ha elevado al 29%. El gasto proyectado ahora sólo lo superan Bélgica y Austria y ningún país ha empeorado tanto como España entre ambos informes.

Todo lo anterior lleva a considerar que **la consolidación fiscal tendrá lugar**, aunque se gradúe en el tiempo, para responder a los requerimientos a corto plazo del PEC y a los desafíos a largo. Idealmente se apoyaría en recortes de gasto abordando las ineficiencias y duplicidades ya identificadas por AIReF en sus sucesivos *Spending Reviews*, y también en las medidas de ingresos recomendadas por las comisiones de expertos de 2014 y 2022. Por desgracia, en la última década no se han registrado ni voluntad ni avances para afrontar los desafíos presupuestarios ni por el lado del gasto ni llevando a cabo una reforma tributaria integral.

La incertidumbre es mayor a corto plazo, debido a que el gobierno no presentó proyecto de presupuestos en 2024. De hecho, el primer trámite para hacerlo en

2025 la aprobación de los objetivos de estabilidad presupuestaria y de deuda pública - encalló en el Congreso en julio. Esto solo ejemplifica **la difícil aritmética parlamentaria a la que se enfrenta el Ejecutivo**, que requiere de todas las formaciones que apoyaron la investidura del Presidente para activar cualquier cambio legal, incluyendo los PGE y las subsiguientes reformas fiscales. Esta coalición es notablemente diversa tanto en el plano redistributivo (con formaciones mucho más favorables a subir la presión impositiva en empresas y rentas altas que otras) como en el territorial. Esto **inyecta incertidumbre sobre el momento y la forma que tomará el ajuste fiscal**.

Pero incluso asumiendo esta incertidumbre la combinación entre la presión *macro* a medio plazo y las señales emitidas desde la rama fiscal del Ejecutivo sí permite anticipar como escenario central que, paulatinamente, **se eleve la carga fiscal de las empresas españolas**, por alguna o varias de las vías siguientes, en orden aproximado de probabilidad según lo susceptibles que sean de lograr viabilidad política en el corto y medio plazo:

1. En los **impuestos al trabajo** (cotizaciones sociales de asalariados y autónomos); una ruta de de hecho ya se ha activado con medidas como el Mecanismo de Equidad Intergeneracional que tendrá un perfil creciente sobre las nóminas.
2. En el **Impuesto sobre Sociedades**, bien reduciendo sus beneficios fiscales, bien elevando el tipo reducido y/o el general.
3. En el **mantenimiento o la ampliación de impuestos sectoriales** (como los ya existentes adicionales sobre la banca o las energéticas).
4. En **impuestos especiales en ámbitos relacionados con el medio ambiente** o productos con **efectos sobre la salud**, en la línea de lo recomendado por el Libro Blanco de la Reforma Fiscal.
5. Incrementando la **tributación autonómica o local** con afectación empresarial (IAE, IBI, etc.) en el marco de la reforma de la financiación territorial que se ha activado en las últimas semanas.

El ajuste fiscal estimado por AIReF para cumplir con el nuevo marco fiscal europeo alcanzaría los **0,64 p.p. del PIB (en torno a 9.000 mll de euros) al año entre 2025 y 2028**, mediante un plan que permitiría situar la deuda a finales de la década siguiente en una horquilla entre el 77 y el 84% del PIB. La ausencia de este plan, por el contrario, podría situarla entre el 113 y el 121%, en una situación delicada y que dejaría sin margen de maniobra a la política fiscal para funcionar como un estabilizador eficaz en las partes bajas del ciclo económico.

Por todo ello es previsible que una parte del ajuste fiscal recaiga sobre las empresas, mediante mayores contribuciones impositivas que elevarán sus costes y mermarán sus márgenes y facturación (o los beneficios que distribuir al

accionista). Los desequilibrios fiscales estructurales del sector público en España son significativos, y con la aplicación del nuevo marco europeo, **las empresas deberían considerarlos en su planificación prospectiva** y de esta forma tratar de prepararse, al tiempo que podría verse mermada la inversión agregada cuando se evapore el efecto de los fondos europeos.

Adicionalmente a todo lo anterior referido a los compromisos en materia de consolidación fiscal, cabe incidir en que **la fiscalidad empresarial podría verse afectada por la posible reforma del marco de financiación autonómica** comprometida por la formación que encabeza el gobierno en los meses que quedan de 2024. El necesario incremento de los recursos financieros para atender esos compromisos y la asimetría demandada podría conllevar no sólo la prórroga anunciada de algunas figuras hasta la fecha transitorias (prestaciones de banca/energía, entre otras), sino también la modificación de la cesta de tributos cedidos o el incremento de la capacidad normativa de las CCAA de régimen común.

Igualmente, en materia tributaria empresarial, procederá hacer seguimiento al Plan Estratégico de la AEAT 24-27 (muy extenso pero que debiera estar coordinado con la consecución de los objetivos de consolidación del ingreso), y transposición (tardía) de las reglas de Pilar II. Aún más tangencial pero con vistas a moverse en otoño, se espera la aprobación de los requerimientos de factura electrónica.



## Macro**Insights**



**esade**

EsadeEcPol - Center  
for Economic Policy

*Equipo editorial, de análisis y  
visualización de datos:*

Fernando Gutiérrez del Arroyo · Juan  
Pablo Riesgo · Manuel Hidalgo · Teresa  
Raigada · Jorge Galindo

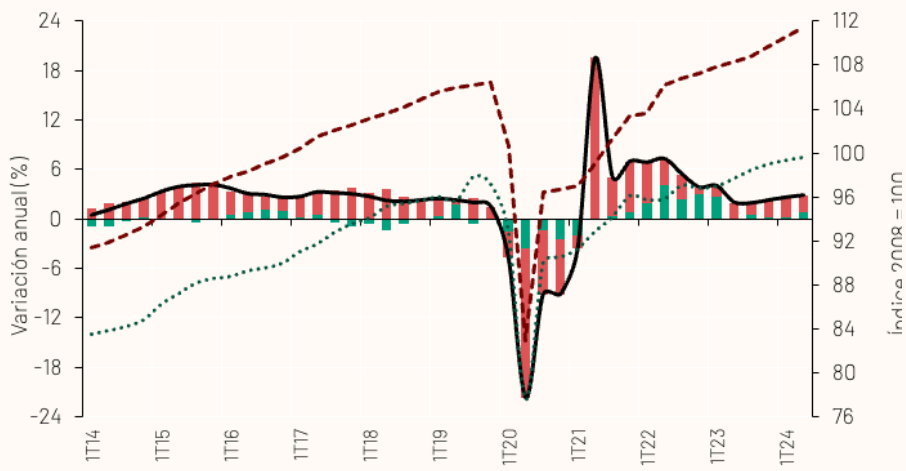
[ey.com/es\\_es/ey-insights](https://ey.com/es_es/ey-insights) - [esade.edu/ecpol](https://esade.edu/ecpol)

[eyinsights.spain@es.ey.com](mailto:eyinsights.spain@es.ey.com)

[esadeecpol@esade.edu](mailto:esadeecpol@esade.edu)

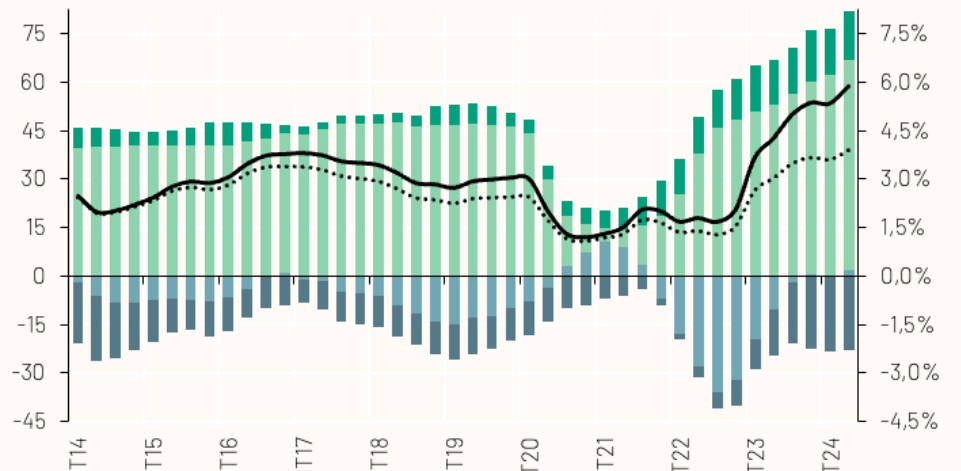
# Zona de consulta · Evolución de tendencias fundamentales

— **Crecimiento PIB** -- evol. indexada a 2T08 = 100  
 %↑ **demanda interna** ... evol. indexada a 2T08 = 100  
 %↑ **demanda externa**



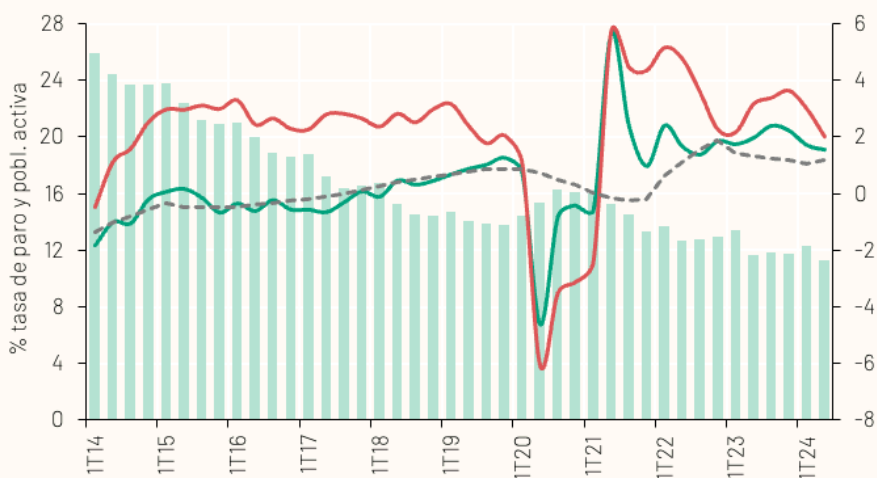
Fuente: INE (CNTR). Índices de volumen encadenado corregidos (cvec). (a) Contrib. al crec. interanual.

**Saldo de la balanza de pagos: cuenta de capital · turismo · b/s no turísticos · renta primaria y secundaria**  
 — **capacidades vs de financiación** -- en % PIB



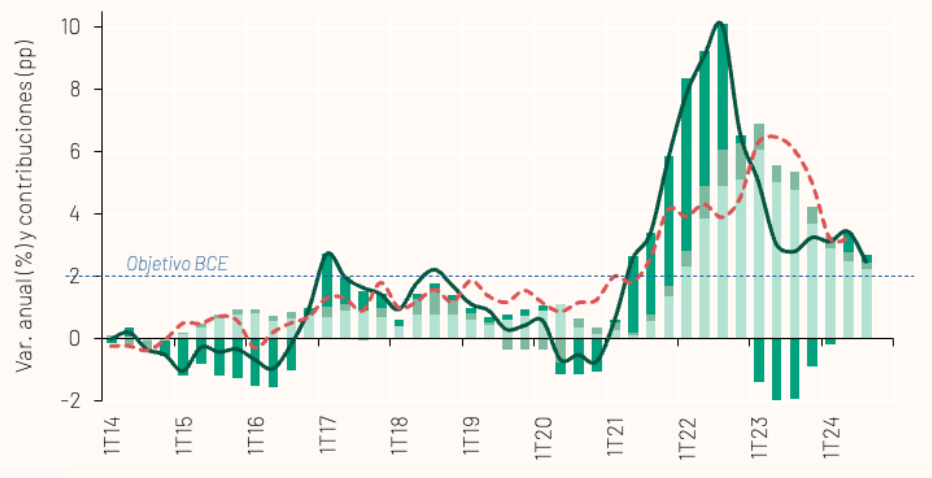
Fuente: BdE. Series acum. 12m. Cap/nec neta de financ., aproximada por saldo de balanza de pagos.

**Mercado de trabajo: tasa de paro** — %↑ **de activos** — %↑ **de ocupados** -- %↑ **población en edad de trabajar**



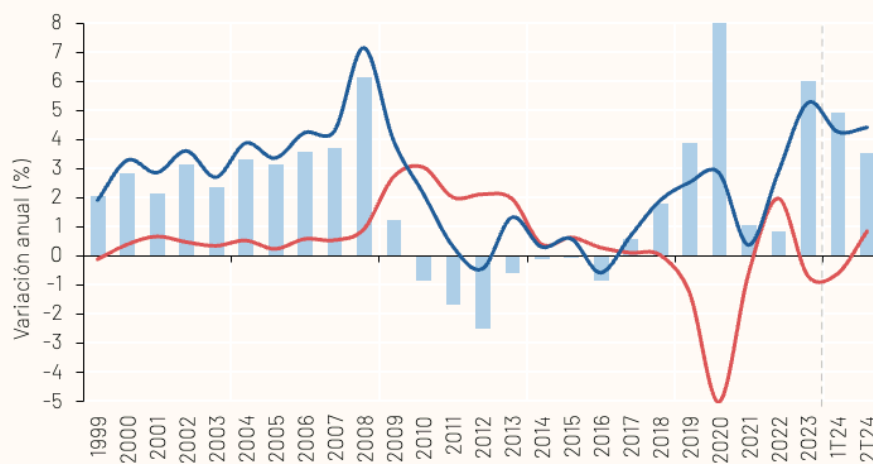
Fuente: INE (EPA). Series suavizadas.

**Precios: energía · alimentos sin elaborar · IPC subyacente**  
 — **IPC total** -- **deflactor del PIB**



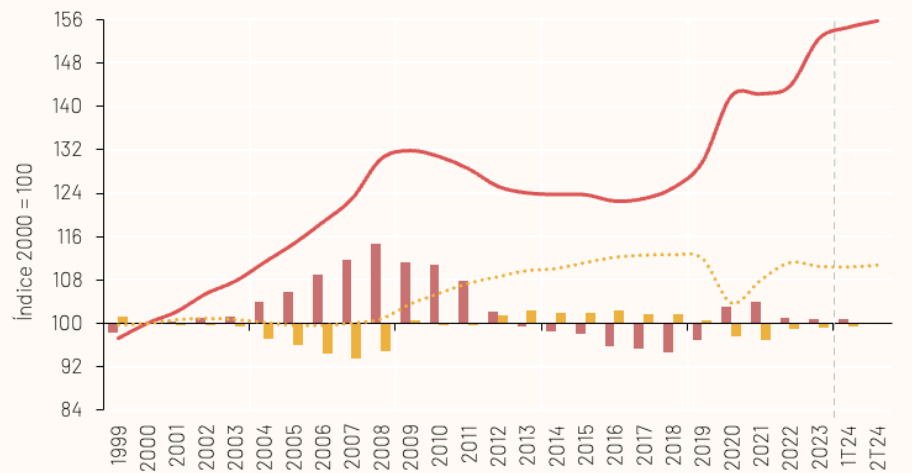
Fuente: INE. IPC subyacente = alimentos elaborados + bienes industriales sin energía (BINE) + servicios. Contribuciones del último trimestre pueden no coincidir con el IPC total si no se dispone de la desagregación.

**Competitividad: coste laboral unitario** — remuneración por asalariado — **productividad por ocupado**



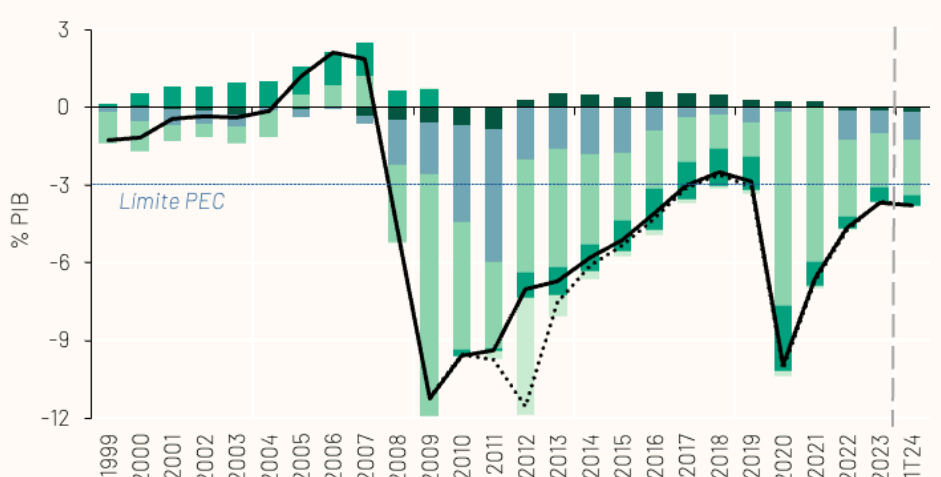
Fuente: INE (CNTR). La serie de ocupados es la depuestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

**Competitividad: tipo de cambio efectivo real** ■ **brecha acum.**  
 — **coste laboral unitario** ■ **brecha** — **productividad real** ■ **brecha**



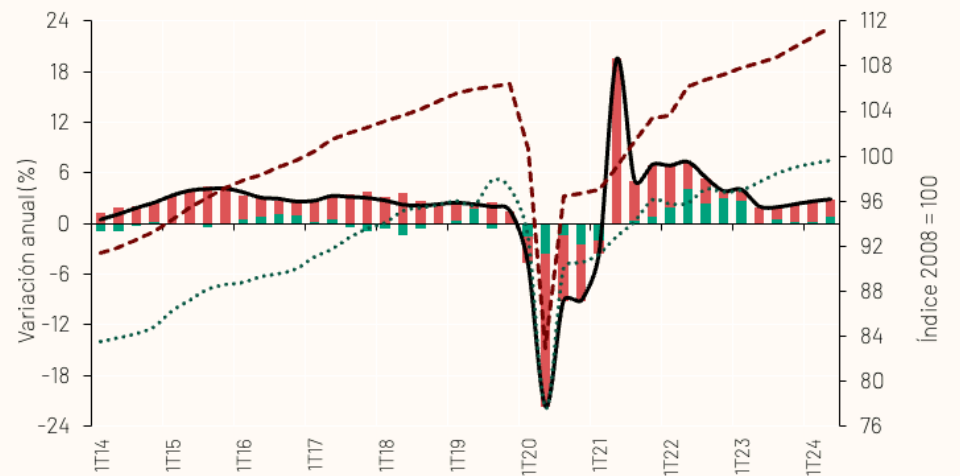
Fuente: Eurostat y BCE. Series brutas en promedio móvil de cuatro trimestres. TCER ajustado por IPC.

**Saldo fiscal: seguridad social · admón. central · CCAAs · entidades locales · apoyo financiero** ... total AAPP — sin apoyo financiero



Fuente: IGAE, serie acumulada a 4 trimestres. Sin apoyos al sector financiero, que ascendieron a 2.059 mill. (2008-11), 46.693 (2012) y 25.473 (2013-22). Del '08 al '22 totalizan 74.225 millones.

**Deuda pública bruta: seguridad social · admón. central · CCAAs · entidades locales** — total AAPP



Fuente: Banco de España. Series PDE (salvo Total Pasivos Financieros). La serie Total AAPP no es igual a la suma de sus partes, al consolidarse la parte en manos de los distintos sub-sectores.

## Zona de consulta · Seguimiento de indicadores clave

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	→ Var. interanual				
								2T23	3T23	4T23	1T24	2T24
<b>Contabilidad Nacional - variaciones</b>												
<b>PIB</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>-11,2</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,8</b>
Demanda interna (1)	3,1	2,9	1,6	-9,0	7,2	2,9	1,7	1,9	1,4	2,1	2,4	1,9
Demanda externa (1)	-0,1	-0,6	0,4	-2,2	-0,8	2,8	0,8	0,1	0,5	0,2	0,2	0,9
Gasto en consumo final	2,6	1,8	1,3	-8,3	6,1	3,3	2,3	2,4	1,5	2,8	2,7	2,4
Privado (2)	3,0	1,7	1,1	-12,3	7,0	4,7	1,8	1,8	0,5	2,4	2,6	2,3
Público	1,0	2,3	1,9	3,6	3,4	-0,2	3,8	4,5	4,7	4,2	3,4	2,3
Formación Bruta de Capital Fijo	6,8	6,3	4,5	-9,0	2,8	2,4	0,8	1,3	0,0	2,0	1,8	1,3
Construcción	6,8	9,5	7,2	-9,2	0,4	2,5	2,4	3,5	1,2	1,7	3,4	1,1
Maquinaria y bienes de equipo	9,2	4,6	2,4	-11,9	3,9	1,2	-1,3	-1,5	-1,6	2,1	-1,5	1,5
Exportaciones	5,5	1,7	2,2	-20,1	13,5	15,2	2,3	0,0	-1,1	1,2	-0,2	3,5
Importaciones	6,8	3,9	1,3	-15,0	14,9	7,0	0,3	-0,2	-2,4	1,5	-0,7	1,4
<b>PIB nominal</b>	<b>4,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>-10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>10,2</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	<b>8,2</b>	<b>7,2</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>
Nivel en MM€ (3)	1.162	1.204	1.246	1.119	1.222	1.346	1.462	1.409	1.437	1.462	1.483	1.505
Remuneración de asalariados	4,0	4,3	6,2	-3,4	6,9	7,3	8,8	9,4	9,1	8,5	8,1	7,0
Excedente bruto de explotación	4,6	2,4	1,2	-15,1	8,8	15,1	8,4	9,6	6,3	3,0	3,9	5,2
Impuestos netos	4,8	5,3	1,1	-20,1	24,0	4,4	8,4	0,5	11,2	24,9	3,5	6,6
Coste Laboral Unitario	0,6	1,8	3,9	8,3	1,0	0,8	6,0	7,8	6,3	5,8	4,9	3,5
Productividad por ocupado	0,1	0,0	-1,3	-5,0	-0,6	2,0	-0,7	-1,9	-1,2	-1,4	-0,6	0,8
<b>Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas - niveles y variaciones</b>												
<b>Índice de sentimiento económico - nivel (1)</b>	109,2	108,0	104,7	89,9	105,1	101,3	100,7	101,2	100,7	100,3	102,3	102,7
Confianza del consumidor (1)	97,1	95,6	93,6	77,5	87,1	73,6	80,8	80,8	84,2	80,8	82,6	85,4
<b>PMI manufacturas - nivel (2)</b>	54,8	53,3	49,1	47,5	57,0	51,0	48,0	48,5	47,3	45,9	50,7	53,1
<b>PMI servicios - nivel (2)</b>	57,4	54,8	53,9	40,3	55,0	52,5	53,6	56,0	50,9	51,2	54,3	56,6
<b>Índice de Producción industrial - variación (3)</b>	2,8	0,8	0,4	-9,5	8,1	2,2	-1,1	-2,2	-2,2	-0,7	0,0	0,8
Bienes de consumo (3)	0,7	-0,3	1,3	-7,3	8,0	3,4	-1,9	-3,7	-2,1	-1,7	2,6	5,3
Bienes intermedios (3)	5,0	1,7	-1,1	-7,8	9,8	-2,3	-3,0	-4,8	-3,3	-1,2	0,4	0,1
<b>Cifra de negocios en industria - variación (3)(4)</b>	7,9	4,5	0,0	-11,9	16,2	21,2	-1,0	-4,5	-4,4	-2,4	-0,6	0,4
<b>Índice de actividad en servicios - variación (3)(4)</b>	6,5	6,0	3,9	-15,5	21,4	18,8	2,4	0,2	0,3	0,5	1,6	3,4
<b>Ventas reales minoristas - variación (3)(5)</b>	1,1	0,7	2,3	-6,6	4,4	2,2	2,5	2,4	2,0	2,9	1,1	0,3
<b>Matriculaciones de turistas - variación (3)</b>	7,9	7,8	-5,5	-32,0	3,3	-6,1	14,0	24,4	11,1	9,0	9,4	5,9
<b>Entrada de turistas - variación (13)</b>	8,7	1,1	0,8	-77,3	64,7	129,8	18,9	15,7	13,2	18,5	17,7	8,3
<b>Pernoctaciones totales - variación (13)</b>	2,8	-0,2	0,9	-73,1	87,4	85,4	8,3	7,3	2,9	8,3	12,6	-3,2
<b>Afiliados a la Seguridad Social - variación (3)</b>	3,6	3,1	2,6	-2,0	2,5	3,9	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,4
<b>Paro registrado - variación (3)</b>	-9,3	-6,5	-3,9	18,0	-4,2	-16,8	-6,6	-6,9	-7,3	-5,1	-4,9	-4,9
<b>Salario medio - variación (6)</b>	-0,1	0,7	0,9	0,3	1,0	3,8	4,0	4,3	3,7	3,6	3,8	3,6
<b>Tasa de desempleo - nivel</b>	17,2	15,3	14,1	15,5	14,8	13,0	12,2	11,7	11,9	11,8	12,3	11,3%
<b>Exportaciones reales de bienes - variación (7)</b>	8,2	-0,1	1,1	-9,3	11,6	3,9	-5,1	-7,5	-9,8	-6,6	-8,4	2,1
<b>Importaciones reales de bienes - variación (7)</b>	0,6	3,0	0,7	-0,7	8,6	18,3	4,0	-7,2	-7,1	-4,4	-5,3	0,3
Términos de intercambio (8)	-4,1	-1,5	0,7	2,6	-3,3	-6,3	5,9	5,9	9,0	4,8	1,2	0,6
<b>Saldo comercial real - nivel en MM€ (7)(9)</b>	-58,8	-63,9	-64,5	-46,8	-51,9	-68,8	-64	-61,3	-62,5	-64	-66,5	-64
Variación en %	-5,1	-5,3	-5,2	-4,2	-4,2	-5,1	-4,4	-9,1	-12,8	-6,9	6,5	5,9
<b>Capacidad / necesidad financiera - % PIB (9)(10)</b>	3,0 %	2,4 %	2,4 %	1,1 %	1,6 %	1,5 %	3,7 %	3,0 %	3,5 %	3,7 %	3,5 %	3,9 %
Saldo de la cuenta corriente - % PIB (9)	2,8 %	1,9 %	2,1 %	0,6 %	0,8 %	0,6 %	2,6 %	2,0 %	2,5 %	2,6 %	2,6 %	2,9 %
Nivel en MM€	32,2	22,6	26,2	6,9	9,3	8,2	38	28,7	35,8	38	37,9	44
Saldo de bienes y servicios no turísticos	-5,2	-14,1	-9,7	7,5	-6,8	-32,1	0,7	-10,5	-1,9	0,7	-1,5	1,9
<b>Deuda externa neta - % PIB</b>	-85,5 %	-79,1 %	-72,8 %	-84,9 %	-71,0 %	-60,0 %	-52,8 %	-56,6 %	-53,6 %	-52,8 %	-	-
<b>Saldo fiscal de las AAPP - % PIB (11)(12)</b>	-3,0 %	-2,5 %	-2,9 %	-9,9 %	-6,6 %	-4,7 %	-3,7 %	-4,5 %	-4,5 %	-3,7 %	-	-
<b>Deuda pública bruta - % PIB (11)(12)</b>	98,6 %	97,6 %	95,5 %	120,0 %	118,4 %	111,6 %	107,7 %	111,2 %	109,8 %	107,7 %	109,0 %	107,9 %
<b>Variables monetarias y financieras - niveles y variaciones</b>												
<b>Inflación general - variación</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,1</b>	<b>8,4</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>
Diferencial España-UEM	0,5	0,0	-0,4	-0,6	0,5	0,0	-2,0	-3,4	-2,2	0,6	0,8	1,1
Inflación subyacente (1)	1,1	1,0	0,5	0,9	0,8	5,1	6,1	6,2	6,0	4,5	3,5	3,0
<b>Deflactor del PIB</b>	1,3	1,2	1,5	1,1	2,6	4,2	5,9	6,5	6,1	5,0	3,3	3,2
<b>Precio de la vivienda - variación</b>	6,2	6,7	5,1	2,1	3,7	7,4	4,0	3,6	4,5	4,2	6,3	-
<b>Tipo de interés oficial - % (2)</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>2,50</b>	<b>4,50</b>	<b>4,00</b>	<b>4,50</b>	<b>4,50</b>	<b>4,50</b>	<b>4,25</b>
Posición Vs. Eurosistema - M€ (2)(3)	374	403	376	491	502	473	382	410	402	382	417	450
<b>Tipo de interés del bono a 10 años - %</b>	1,56	1,42	0,66	0,38	0,35	2,18	3,48	3,40	3,59	3,57	3,21	3,29
Prima de riesgo - puntos básicos	124	103	91	89	72	104	104	104	103	107	93	80
<b>Precio petróleo Brent, spot - nivel en USD</b>	<b>54,1</b>	<b>71,3</b>	<b>64</b>	<b>42</b>	<b>71</b>	<b>101</b>	<b>83</b>	<b>78</b>	<b>87</b>	<b>84</b>	<b>83</b>	<b>86</b>
Variación %	24,0	31,8	-10	-35	69	43	-18	-31	-14	-6	2	7
<b>Tipo de cambio nominal EUR-USD</b>	1	1	1,12	1,14	1,18	1,05	1,08	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08
Variación %	2	5	-5,2	1,9	3,7	-11,0	2,6	2,2	8,1	5,4	1,2	-1,4
<b>TC Efectivo Real España - 1T08=100 (4)</b>	97,5	98,9	97,3	97,7	98,2	97,0	96,1	87,7	88,9	88,1	88,3	88,3
TCER - Variación % (5)	1,9	1,5	-1,6	0,4	0,5	-1,2	-0,9	4,8	7,8	3,5	2,0	0,7
<b>Financiación a sectores residentes - variación (2)(6)</b>	<b>1,6</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>6,2</b>	<b>3,7</b>	<b>2,6</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
Empresas (2)(7)	1,2	-0,1	1,9	6,3	2,3	0,0	-2,2	-1,8	-3,0	-2,2	-0,8	-0,4
Familias (2)(8)	-0,6	0,3	0,2	-0,5	1,0	0,6	-1,9	-1,4	-2,0	-1,9	-0,8	-1,1
<b>Financiación a sectores residentes - % PIB (2)(6)</b>	239 %	231 %	225 %	265 %	251 %	234 %	217 %	227 %	222 %	217 %	217 %	215 %
Empresas - % PIB (2)(7)	76 %	72 %	70 %	82 %	77 %	70 %	63 %	66 %	65 %	63 %	63 %	63 %
Familias - % PIB (2)(8)	61 %	59 %	56 %	62 %	57 %	52 %	47 %	50 %	48 %	47 %	46 %	46 %
<b>Tasa de morosidad - nivel en % (2)(9)</b>	7,8	5,8	4,8	4,5	4,3	3,5	3,5	3,5	3,6	3,5	3,6	3,4



## Fuentes y notas metodológicas

### Qué es y como funciona el RealTimeTracker

El RealTimeTracker de EsadeEcPol comprende más de 20 indicadores sobre los que hace una predicción informada por su evolución pasada y la paralela de otros indicadores, corregidos por estacionalidad y otros efectos de calendario. Sobre esto aplica un modelo dinámico factorial que arroja un pronóstico agregado sobre el PIB trimestral y otro sobre el anual actualizado en tiempo real. Al pronóstico le asigna además un grado de confianza. Cuando alguno de los indicadores se actualiza con el dato final, el modelo agregado también actualiza su pronóstico sobre el PIB del presente trimestre y de los siguientes, así como la probabilidad de crecimiento o contracción. Con ello, el RealTimeTracker informa al mismo tiempo de qué va a pasar con la economía española, qué grado de certeza tenemos, y cuáles son los componentes empujando hacia arriba o hacia abajo nuestra estimación. Por la propia naturaleza del modelo, hay que tomar siempre las estimaciones como una foto fija de un objeto en movimiento, provisional en tanto que está condicionada por el momento en que se toma y los indicadores disponibles.

### Zona de consulta · Contabilidad nacional

Fuente: INE (CNTR, referencia 2015). Índices de volumen encadenado (cvec). (\*) Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Contribución (en p.p.). (2) Sólo hogares. (3) Acumulado a cuatro trimestres.

### Zona de consulta · Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas

Fuente: INE, Mineco, BE, CE, Markit, IGAE y Anfac. En tasa interanual salvo indicación. Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone del dato del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles. El dato anual para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Media histórica = 100; para la confianza del consumidor, saldo +/- de respuestas transformado a base 100. (2) Nivel > 50 indica expansión de la actividad y < 50 contracción. (3) Serie corregida de variación estacional y calendario (cvec). (4) En términos corrientes (nominales). (5) Con estaciones de servicio y a precios constantes. (6) Serie nominal de grandes empresas (a población constante y cvec). (7) Deflactadas con los Índices de Valor Unitario (IVU) correspondientes. (8) Variación interanual de precios de exportación menos de importación (IVU). (9) Datos acum. a 12m (el dato trimestral y el del año en curso corresponden al del último mes con datos). (10) Series del BE: la Cap. (+) / Nec. (-) financiera de la nación se aproxima por el saldo de Balanza de Pagos (Cuenta Corriente + Cuenta Capital). (11) Según PDE. (12) Acumulado a 4T sin apoyos al sector financiero. (13) Por el confinamiento ante la pandemia de la COVID-19 no se registraron pernoctaciones en abr-20 ni entradas de turistas en abr-20 y may-20, por lo que se representa como #N/D.

### Zona de consulta · Variables monetarias y financieras

Fuente: INE, IGAE, BE, Eurostat, BCE y Reuters. (\*) En tasa interanual salvo indicación. Para las series mensuales del último trimestre, si no hay información del trimestre completo, se calculan con la media de los meses disponibles. Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible hasta el momento frente al mismo periodo del año previo. (1) Excluye energía y alimentos no elaborados. (2) Fin de periodo. (3) Un signo positivo en el Target implica una posición deudora del BE frente al Eurosistema. (4) TCER para España (<100=depreciación acumulada frente a 1T08; >100=apreciación acumulada frente a 1T08); (5) TCER para España (<0=depreciación interanual; >0=apreciación interanual). (6) stock de AAPP, empresas y familias. (7) Sociedades no financieras: préstamos y créditos + valores distintos de acciones + préstamos exteriores. (8) Hogares e ISFLSH: financiación a la vivienda y resto. (9) Créditos "dudosos" / stock de crédito total concedido a sectores residentes.

### Zona de consulta · Evoluciones fundamentales

Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles