

# Situación España

Octubre 2024



# Situación y perspectivas de la economía española

Octubre 2024

## Resumen

El crecimiento del PIB se revisa cuatro décimas al alza en 2024 hasta el 2,9 % y tres décimas en 2025 hasta el 2,4 %. Esto refleja revisiones estadísticas de los datos históricos, una evolución reciente más positiva de lo esperado e incluye mejoras en la estimación sobre la contribución tanto de la demanda externa como de la interna. Las exportaciones de servicios siguen aumentando más de lo previsto, al tiempo que el consumo, tanto privado como público, se sitúa como motor alternativo del crecimiento. La buena evolución de la economía descansa en las mejoras de competitividad -especialmente en servicios-, el incremento de la fuerza laboral -mayoritariamente migrante-, y una política fiscal que, de momento, sigue apoyando a la demanda interna. A esto se añaden tanto el descenso de la inflación, gracias a la caída en el precio del petróleo y de los alimentos, como la reducción de los tipos de interés. En el futuro, se espera una desaceleración conforme la contribución de la demanda externa se vuelva negativa por los límites a la expansión de las exportaciones de servicios turísticos y la transición hacia un modelo de crecimiento con mayor gasto en bienes importados. Además, la mejora de las exportaciones de bienes puede no ser generalizada debido a los cuellos de botella en algunos sectores. El avance del consumo puede moderarse, sobre todo si se mantienen los factores que han llevado a la tasa de ahorro de los hogares a niveles elevados. El relativamente bajo nivel de inversión en transporte y maquinaria y equipo puede estar reflejando un menor impacto de los fondos europeos y, junto con la falta de vivienda, puede amenazar la competitividad de la economía española. La política fiscal debería volverse contractiva a partir de 2025, en un entorno donde no se percibe un consenso sobre las medidas necesarias para reducir los desequilibrios en las cuentas públicas limitando el impacto sobre la economía.

## Se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2024 hasta el 2,9 % gracias a mayores contribuciones de la demanda interna y externa

**La información disponible indica que la economía ha tenido un comportamiento mejor de lo previsto hace tres meses.** El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha revisado al alza nuevamente el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en la segunda mitad de 2023 y el primer semestre de 2024. En particular, los datos del segundo trimestre mostraron un avance superior al esperado (0,8 % trimestral frente a 0,6 %). Todo lo demás constante, esto añadiría entre dos y tres décimas al crecimiento previsto del PIB para 2024. Además, la información en tiempo real sugiere que **el aumento del PIB se habría mantenido en niveles similares en el tercer trimestre (entre el 0,6 % y el 0,7 %)**, también por encima de lo que se pronosticaba el pasado mes de junio (0,5 %).

**La mejora en las previsiones para este año se explica por la expectativa de una mayor contribución positiva, tanto de la demanda interna como de la externa.** Por un lado, se espera que el crecimiento anual promedio del consumo de los hogares se sitúe alrededor del 2,5% este año (frente al 2,1 % esperado en junio). Asimismo, la revisión histórica de la serie del consumo de las administraciones públicas muestra una mayor

fortaleza de este componente, lo que implica subir la previsión desde un avance del 1,8 % al 3,9 %. Finalmente, mejoran las expectativas sobre la evolución de las exportaciones, que podrían aumentar un 3,5 % (3,3 % en junio), y se deteriora la previsión de crecimiento de las importaciones (desde el 2,6 % al 2,3 %).

## La demanda interna aumenta más de lo previsto, gracias al consumo y a pesar de la debilidad de la inversión

**El consumo de los hogares muestra un avance más vigoroso que refleja la mejora de sus fundamentales.** Después de un fuerte incremento trimestral en el 2T24 (1,0 %), la información del 3T24 apunta a un crecimiento todavía sólido, aunque algo más moderado (0,6 %). La renta bruta disponible, tanto en términos nominales como reales, avanza más de lo previsto, gracias al buen comportamiento de los ingresos salariales y no salariales y a una inflación más baja de lo que se preveía. Los tipos de interés nominales también han caído más rápido de lo que se esperaba, mientras que la transmisión de la política monetaria restrictiva hacia el coste de financiación de empresas y familias no ha sido tan intensa como en otros ciclos de subida de tipos de interés. Finalmente, este entorno ha facilitado una mejora de la confianza, reduciendo la incertidumbre y promoviendo el gasto de los hogares.

**Durante el primer semestre del año, el consumo de las administraciones públicas aumentó más de lo inicialmente estimado por el INE y habría seguido creciendo en el 3T24 (0,9 % trimestral).** Por componentes, se observa una moderación en la contribución de los consumos intermedios. Sin embargo, la remuneración de los asalariados del sector público sigue aumentando y supone un soporte para este componente de la demanda. Por tipo de administración, es el gasto de las comunidades autónomas el que explica que el consumo público muestre todavía avances que podrían situarse este año nuevamente por encima del del PIB. En menor magnitud, el empleo público también se incrementa en las empresas y otras administraciones diferentes de las corporaciones locales o del Estado.

**A pesar de la revisión al alza que ha hecho el INE, el gasto total en inversión sigue siendo el componente de la demanda que más rezago muestra en la recuperación.** El gasto en maquinaria y equipo durante los primeros tres trimestres del año se habría mantenido prácticamente estancado, afectado por unos tipos de interés todavía elevados, el moderado avance de las exportaciones de bienes y la incertidumbre de política económica. La inversión en construcción habría seguido creciendo (0,7 % trimestral en el 3T24), apoyada, al menos en parte, por los fondos ligados al Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) y por la presión que ejerce la demanda en el mercado de la vivienda. En todo caso, el incremento en estos componentes está siendo muy moderado en los últimos trimestres.

## Las exportaciones de servicios continúan mostrando resiliencia

**El consumo de no residentes y las ventas exteriores de servicios no turísticos seguirán avanzando en el 3T24 (1,7 % trimestral y 2,1 %, respectivamente) gracias a ganancias de competitividad y al incremento en la capacidad productiva.** La evidencia apunta a que los precios en estos sectores han aumentado menos que los ofrecidos por países competidores.<sup>1</sup> Esto refleja, en parte, costes laborales algo más contenidos gracias al crecimiento de la población en edad de trabajar, impulsado por la inmigración, y de la tasa de participación de las mujeres con estudios secundarios y superiores. Además, también se observan mejoras en la productividad por

1: Véase [BBVA Research \(2024\)](#): "Situación España. Junio 2024".

hora más acusadas que en otros sectores.<sup>2</sup> La reconversión de plazas hoteleras hacia segmentos de mayor calidad, la progresiva desestacionalización del turismo y la diversificación de los países de origen de los visitantes también han ayudado. Estos factores permiten continuar mejorando las previsiones de crecimiento anual promedio de las exportaciones totales de servicios (10,5 % en 2024) y, en particular, del consumo de no residentes en el territorio nacional (11,9 %).<sup>3</sup>

## Hacia delante, se espera que la recuperación continúe, apoyada por la mejora de la actividad en la eurozona, la caída de la inflación y una política monetaria menos restrictiva

**La eurozona está creciendo en línea con lo previsto (0,7 % en 2024, 1,4 % en 2025) aunque con divergencias entre países, sectores y componentes de la demanda.** Al respecto, persisten diferencias entre la evolución de la demanda externa y la interna, entre los servicios y las manufacturas, y entre Alemania y el resto de países. El consumo interno y la inversión siguen siendo un lastre para el crecimiento -particularmente, esta última- afectados por los todavía elevados tipos de interés. Los hogares continúan dando preferencia al gasto en servicios lo que explica el crecimiento del sector, mientras que partes de la industria se estancan, todavía afectadas por cambios estructurales en los costes de producción y los efectos de la regulación. Las ventas de bienes al exterior repuntan impulsadas por la demanda proveniente de EE. UU. y Reino Unido, y a pesar de la debilidad que muestran las exportaciones a China. Mientras que el resto de la eurozona comienza a mostrar señales de un crecimiento moderado, pero persistente, el PIB de Alemania sigue prácticamente estancado.

**El mercado laboral continúa mostrando resiliencia y las expectativas de inflación caen, lo que apoyará la evolución del consumo privado en Europa.** Indicadores como la tasa de paro, el porcentaje de vacantes sin cubrir o el de personas que están esperando volver a su puesto de trabajo comparan favorablemente con lo observado hace un par de años. Esta tendencia, sumada a la progresiva recuperación del poder de compra de los salarios que se espera, debería sostener el gasto de las familias. **En relación con la inflación, las perspectivas sobre su evolución han mejorado y se espera que el crecimiento del IPC en Europa sea del 2,4 % en 2024 y del 1,9 % en 2025** (frente a previsiones del 2,5 % y 2,0 %, respectivamente, en junio pasado). Esta moderación responde al descenso que ya se observa en el precio del petróleo que, de mantenerse pese a un entorno de alta incertidumbre geopolítica, podría llevar a caídas en el coste de esta materia prima tanto en 2024 como en 2025. Adicionalmente, esta tendencia podría intensificarse dado el ajuste en los precios de los alimentos a nivel global. Todo ello contribuirá a mejorar el poder de compra de los hogares.

**Ha habido un ajuste significativo en las perspectivas sobre la evolución de los tipos de interés, como consecuencia de la caída de las expectativas de inflación a nivel global.** Por un lado, EE. UU. parece estar consiguiendo un 'aterrizaje suave' de la actividad económica, al mismo tiempo que el crecimiento en precios converge al objetivo. Como consecuencia, la Reserva Federal ha empezado a recortar el tipo de política monetaria antes de lo previsto y con una primera bajada mayor de la esperada. A esto se suma la incertidumbre sobre la evolución futura de la economía china, lo que influye en las expectativas sobre el crecimiento de la demanda mundial y las presiones sobre la inflación global. En conjunto, estos factores configuran un escenario en el que se consolida la perspectiva de que el BCE continúe relajando las condiciones de financiación gradualmente. De hecho, el mercado ya ha comenzado a descontar una posible disminución del tipo de depósito en 50 puntos básicos (pb) para el resto de 2024 y otros 100 puntos adicionales en el 2025, con lo cual se ubicaría en niveles

2: Véase [BBVA Research \(2024\)](#): "Productividad laboral: España vs UEM".

3: Para un análisis sobre la evolución en tiempo real del gasto en el sector turístico véase [BBVA Research \(2024\)](#): "Análisis de flujos turísticos nacionales en tiempo real. Segundo cuatrimestre 2024".

alrededor del 2 % a finales del siguiente año. Como consecuencia, el euríbor 12 meses se ha situado en septiembre en el 2,9 %, un valor muy inferior al observado en el mismo mes del año anterior (4,1 %).

**Se espera que el Banco Central Europeo (BCE) vaya con un ritmo más pausado del que descuenta el mercado, aunque el sesgo es hacia una política monetaria más expansiva.** De particular importancia será el juicio que pueda hacer el consejo sobre la evolución de los costes laborales y su impacto sobre la inflación en el sector servicios, que sigue mostrando rigidez a la baja. Además, el contexto geopolítico es todavía muy volátil y no está claro que los actuales niveles de precios de materias primas puedan mantenerse. Por lo tanto, el escenario macroeconómico aquí descrito asume que **el BCE reducirá en 50 pb más la tasa de política monetaria en 2024, para ubicarla en el 3,00 % y en 50 pb en 2025 hasta el 2,50 %.** El euríbor 12 meses mostraría en este escenario un nivel promedio durante el siguiente año del 2,6 %. Esta disminución en el coste de financiación aliviará las cargas financieras y permitirá un mayor avance del endeudamiento de hogares y empresas, lo que debería sostener el crecimiento del consumo y de la inversión.

## El consumo de los hogares seguirá siendo uno de los motores del crecimiento

**En España, la inflación ya ha caído por debajo del 2 % y se mantendrá en niveles por debajo del aumento de los salarios.** Los componentes más volátiles del IPC han reducido considerablemente su contribución al crecimiento de los precios. Esto ha permitido que la inflación se sitúe en septiembre en el 1,5 %, muy por debajo de lo que se preveía en el mes de junio (2,4 %). Si bien es cierto que las sorpresas han sido más limitadas en la subyacente, el porcentaje de bienes y servicios que muestra una inflación anualizada por debajo del 4 % ha ido creciendo durante los últimos meses hasta alcanzar niveles similares a los observados en 2021. Lo mismo sucede con otras medidas de inflación tendencial, como las medias podadas, que muestran que, una vez que se eliminan los precios con mayor volatilidad, la caída de la inflación es relativamente generalizada entre bienes y servicios. Este comportamiento adelanta que, todo lo demás constante, la tendencia de la inflación en España será a situarse alrededor del 2 %. **En particular, la previsión de BBVA Research es que el avance promedio del IPC en 2024 y 2025 sea del 2,8 % y el 1,8 %, respectivamente.**

**Un mercado laboral tenso permitirá que los salarios continúen aumentando entre el 3 y el 5 %, en términos anuales, durante los próximos trimestres, por encima de la inflación.** Tanto la remuneración por asalariado como por hora trabajada apuntan a avances alrededor del 4,5 % respecto al año anterior. Esto, en un entorno donde las vacantes sin cubrir se encuentran en máximos del ciclo, comparables a los observados en el período previo a la crisis financiera global. En algunos sectores y regiones, la inmigración no está siendo suficiente para satisfacer las necesidades de mano de obra y capital humano de las empresas. Un entorno de crecimiento como el que se asume en esta publicación implica que los salarios sigan repuntando, en la medida en que se intensifique la competencia por cierto tipo de trabajadores. Más aún, si la remuneración tiene que compensar el incremento en los costes asociados con el acceso a la vivienda en algunas comunidades autónomas. Como consecuencia, **se prevé que la remuneración por asalariado se incremente un 4,7 % en 2024 y un 3,1 % en 2025.**

**Se espera que la disminución de los tipos de interés pueda impulsar el gasto durante los próximos meses.** Por un lado, la reducción en las cargas financieras será importante, sobre todo, para aquellos hogares que poseen créditos a tipo variable y que los hayan adquirido en los últimos años. Por otro lado, la disminución en la remuneración de los activos libres de riesgo desincentivará este tipo de ahorro. Esto puede llevar a un redireccionamiento hacia instrumentos de mayor riesgo, a un incremento en la inversión o a un mayor consumo.

Algo relevante en un contexto donde la tasa de ahorro de los hogares se ha incrementado hasta el 13,1 % de la renta disponible en el 2T24, 4,4 pp por encima del promedio del periodo 1999-2019. El exceso de recursos que han acumulado las familias podría traducirse en un escenario de mayor crecimiento del consumo durante los próximos trimestres si se resuelven los factores que habrían elevado la tasa de ahorro en los últimos dos años.

## Distintos factores están contribuyendo a aumentar, tímidamente, la inversión en vivienda nueva

**La reducción de tipos de interés, la elevada liquidez y la escasez de oferta de vivienda en alquiler están impulsando el crédito hipotecario.** Después del ajuste observado en 2023, las nuevas operaciones de financiación para adquisición de vivienda se sitúan un 50% por encima de los niveles de 2019. En parte, esto refleja el descenso de 56 pb de los tipos de interés hipotecarios entre agosto de 2023 y agosto de 2024. También es consecuencia de la elevada liquidez y adecuados niveles de capital que mantiene el sistema bancario. Finalmente, los efectos que pueden estar teniendo los distintos cambios regulatorios que han afectado al mercado del arrendamiento<sup>4</sup> estarían reduciendo la oferta de alquiler a precios asequibles e incentivando el mercado de compra-venta, haciendo de esta una opción más atractiva, tanto para demandantes como para propietarios.

**La evolución reciente de los visados de obra nueva adelanta un incremento en el número de viviendas que llegarán al mercado durante los próximos dos años.** El encarecimiento de los precios, las perspectivas de crecimiento de la demanda y una mayor estabilidad en la evolución de los costes de las empresas promotoras estarían incentivando el avance de la construcción residencial.<sup>5</sup> El número de visados de vivienda nueva ha pasado de un promedio de 9.125 al mes en 2023 a 10.830 durante los primeros siete meses de 2024. Esto apunta a un aumento de las viviendas en ejecución del 9 % en 2025. Como consecuencia, se prevé que la inversión en construcción de vivienda registre una aceleración en las cuentas nacionales y pase de crecer un 1 % en 2024 y un 4 % en 2025.

## La corrección del déficit durante la primera mitad del 2024 y la revisión al alza del PIB reducen la necesidad de mayores ajustes en 2025

**En el acumulado doce meses, el desequilibrio en las cuentas públicas cayó hasta el 3,3 % del PIB en junio, lo que hace más probable que termine el año alrededor, o por debajo, del 3 % del PIB.** Buena parte de la reducción en el déficit tiene que ver con una recuperación de la actividad más intensa de lo previsto. En particular, los ingresos tributarios directos continúan aumentando por encima del crecimiento del PIB nominal, gracias al avance del empleo y, particularmente, de los salarios. La caída en el coste de insumos importados, junto con la elevación de impuestos al capital, también explican parte de esta evolución.

**El abaratamiento de los alimentos y del combustible está limitando parte del ajuste fiscal en marcha.** Medidas como la reducción del IVA en cierto tipo de alimentos se están revirtiendo progresivamente, al mismo tiempo que el contexto internacional y la situación del mercado agroalimentario son más favorables para el gasto de los hogares en este tipo de bienes. Lo mismo sucederá con las medidas que fueron introducidas para reducir el

4: Véase [BBVA Research \(2024\)](#): "Motivos tras la escasa oferta de vivienda". BBVA.

5: Para un análisis reciente sobre la situación y perspectivas del sector inmobiliario ver [BBVA Research \(2024\)](#): "Observatorio Inmobiliario. Agosto 2024".



impacto en los costes de producción y transporte, derivadas del aumento en el valor de algunas materias primas clave y que se eliminarán a medida que el precio de los combustibles disminuya.

**Parte de esta mejora moderada en las cuentas públicas es lo que explica que la prima de riesgo se mantenga en niveles relativamente bajos.** El sobrecoste que debe pagar el Tesoro frente a la deuda alemana de largo plazo se ha mantenido alrededor de los 80 pb, mientras que la brecha frente al de otros gobiernos, particularmente el francés, ha disminuido o incluso se ha situado por debajo. De hecho, se prevé que esta prima de riesgo termine el año en los 85 pb y que se incremente moderadamente durante el año siguiente, sin sobrepasar los 100 pb a finales de 2025. Esto, en un entorno donde se vayan resolviendo las incertidumbres que puedan existir sobre la continuidad del ajuste que debe cumplirse de acuerdo a las nuevas reglas fiscales en la eurozona.

## Continuará la transición hacia un modelo de crecimiento con mayor participación de los servicios

**Se prevé que la inmigración continúe impulsando el aumento de la población activa.** Desde 2021, el flujo de personas provenientes del extranjero explica un 90% del incremento observado. Hasta el momento, vienen atraídos por una mejora en sus condiciones de vida que responde, al menos en parte, a un mercado laboral dinámico: la creación anual de empleo entre la población inmigrante es mayor que la que tuvo lugar entre 2000 y 2008 durante la expansión inmobiliaria. En un entorno donde el gasto por parte de los europeos continúe beneficiando al sector servicios, que es intensivo en el uso de mano de obra y donde España tiene ventajas comparativas, la demanda de trabajadores continuará aumentando. Asimismo, los condicionantes negativos que han incentivado la emigración desde países con una mala situación económica, de seguridad o política, se mantienen. Por lo tanto, en ausencia de cuellos de botella o medidas explícitas que reduzcan considerablemente el atractivo de venir a España o que impongan barreras adicionales a la inmigración, se espera que esta continúe en los próximos años.

**El aumento de la relevancia del sector servicios ha venido acompañado de una mayor participación de aquellos que requieren más capital humano.** El porcentaje en el empleo del sector de este tipo de servicios ha pasado del 47,8 % en 2019 al 49,8 % en 2023. Como ya se explicó, esto refleja una mejor evolución de la competitividad y de las exportaciones de servicios, aumentos en la productividad por hora mayores que en otros sectores, así como las ventajas asociadas a la disponibilidad de flujos de inmigrantes. Hacia delante, puede ser de particular importancia la contribución de los servicios no turísticos, cuya participación en el PIB (entre 7 y 8 % del PIB) es todavía inferior a los niveles alcanzados por Alemania (entre el 9 y el 10 %) o en economías de menor tamaño que la española como Portugal (entre el 9 y el 10 %).

## El crecimiento del PIB se estaría moderando y podría situarse en 2025 en el 2,4%

**La evolución del mercado laboral apunta hacia una moderación del crecimiento en el 3T24.** Descontadas las variaciones por causas estacionales y el efecto calendario (CVEC), las estimaciones de BBVA Research indican que la afiliación a la Seguridad Social aumentó un 0,3 % trimestral entre julio y septiembre, cinco décimas menos que en el trimestre anterior, siendo la agricultura (-0,8 % trimestral CVEC, siete décimas menos que en el segundo trimestre) y los servicios (0,4 % trimestral CVEC frente a 1,0 % en el 2T24) los sectores causantes de la

ralentización. Por tipo de contrato, los cotizantes al Régimen General con contrato indefinido explicaron la mayor parte de la pérdida de impulso de la afiliación en el tercer trimestre, aunque esta fue generalizada. El desempleo registrado menguó un 0,8 % trimestral CVEC, 1,4 puntos menos que en el segundo trimestre.<sup>6</sup>

**Por primera vez desde 2021, la contribución de la demanda externa al crecimiento del PIB promedio anual podría ser negativa en 2025.** Si bien es cierto que se espera que el consumo de no residentes continúe aumentando a una tasa por encima de la del PIB, se percibe una moderación que se mantendrá durante los próximos trimestres. Como ya se comentó en informes pasados, el sector va dejando atrás la situación de alta capacidad sin utilizar observada durante la pandemia. La posibilidad de seguir creciendo en temporada alta es cada vez más limitada, sobre todo en un sector donde la regulación condiciona la velocidad de respuesta de la oferta. A esto hay que añadir que las externalidades negativas que va produciendo la mayor afluencia de turistas extranjeros (como la congestión, la contaminación o el aumento en el coste de vida), están ya teniendo una influencia en las políticas públicas que puede limitar la expansión del sector. Finalmente, existe incertidumbre sobre el impacto que tendrá el cambio climático durante los próximos años, sobre todo en los destinos de playa en el Mediterráneo y las islas.<sup>7</sup>

**El gasto doméstico tendrá un sesgo hacia las importaciones, que podrían mostrar una aceleración y alcanzar un crecimiento promedio anual del 6,1 % en 2025 (frente al 2,3 % de 2024).** Esto como consecuencia de la transición hacia un modelo de crecimiento con una mayor participación de las exportaciones de bienes y de la inversión. A diferencia del consumo de no residentes, las ventas de bienes al exterior son intensivas en el uso de insumos producidos fuera de España. Cuanto más integrada esté la empresa en las cadenas de producción a nivel global, mayor será su dependencia de las importaciones. Además, se espera que tanto el dinamismo de las exportaciones de bienes como la caída en los tipos de interés tengan un efecto positivo sobre la compra de maquinaria y equipo, que, nuevamente, se adquiere de otros países. Por último, estos efectos podrían verse potenciados si se añade una recuperación del consumo de bienes, particularmente de los duraderos, que puede incluir una normalización en la compra de automóviles.

## La mejora en las exportaciones de bienes puede estar limitada por los ajustes estructurales en algunos sectores<sup>8</sup>

**La exportación de medicamentos y de prendas de vestir sufre los efectos de los cambios introducidos por la pandemia.** Durante los primeros seis meses del año, las exportaciones nominales de estos dos sectores, que representan el 8 % del total, cayeron un 38 % y 13 % respectivamente, cuando se compara con los niveles alcanzados en 2022. Aunque las ventas de medicamentos continúan por encima de los niveles observados antes del inicio de la pandemia, se observa una reducción en la demanda que puede estar reflejando inventarios relativamente elevados, acumulados en un entorno de alta incertidumbre. Y pese a que se espera que el sector regrese a la senda de crecimiento durante los próximos meses, existen dudas sobre cuánto durará el ajuste. Lo mismo pasa con el vestido, afectado por los cambios en las preferencias de los consumidores, las transformaciones observadas en el entorno laboral (teletrabajo) y el envejecimiento de la población europea.

**El sector del automóvil muestra heterogeneidad en la evolución de la producción dependiendo de la especialización en el tipo de vehículo.** En particular, las empresas, marcas y comunidades autónomas en las que la oferta está aumentando son aquellas donde se observa una relevancia creciente de los automóviles con

6: Véase [BBVA Research \(2024\)](#): España | Septiembre confirmó que la creación de empleo fue de menos a más en el 3T24". BBVA.

7: Véase [BBVA Research \(2024\)](#): "El impacto del cambio climático en la demanda turística en España".

8: Para un análisis sobre la evolución histórica de las exportaciones españolas, su composición y características, además de la participación de España en las cadenas de valor globales, véase [BBVA Research \(2024\)](#): "Un análisis sobre las exportaciones españolas".



motor de gasolina, modelos híbridos y eléctricos. La actividad en las plantas que producen vehículos con motores diésel muestran ajustes que están limitando la aportación del sector al crecimiento de las exportaciones. Si bien es cierto que las inversiones ligadas a los fondos del PRTR podrían acelerar la transformación del sector y que este empiece a contribuir positivamente a las ganancias de cuota internacional, no es claro cuándo comenzarán a tener efectos estos esfuerzos.

## El ahorro de los hogares continúa históricamente elevado, y las causas detrás de este comportamiento limitan el avance de la demanda interna

**Los niveles de ahorro actuales sólo se han observado en entornos de elevada incertidumbre sobre el empleo**, como en el período posterior a la crisis financiera global o durante la pandemia. Esta es la primera vez que se aprecia un ahorro tan elevado en un entorno de creación constante de puestos de trabajo. Si bien la reducción de los tipos de interés permitirá un mayor crecimiento del consumo, otros factores estructurales pueden ralentizar su avance. Como ya se comentó en la anterior edición de esta publicación y confirman otras fuentes,<sup>9</sup> existe evidencia de que los beneficios de la recuperación están concentrándose en colectivos con una menor propensión marginal a consumir. Por ejemplo, el aumento de las pensiones y de los tipos de interés impulsa la renta de personas de mayor edad y riqueza. Asimismo, el incremento del empleo se encuentra desproporcionadamente concentrado en los inmigrantes. En la medida en que estos factores continúen siendo importantes, **la tasa de ahorro seguirá siendo relativamente alta. BBVA Research estima que podría situarse algo por encima del 13 % de la renta disponible de los hogares tanto en 2024 como en 2025.**

## La pobre evolución de la inversión sigue siendo uno de las principales limitantes al crecimiento futuro

**La acumulación de capital fijo sigue mostrando niveles por debajo de lo observado antes de la pandemia, sobre todo en componentes que deberían haberse beneficiado de los fondos ligados al PRTR.** Por ejemplo, la inversión en maquinaria y equipo en 2024 sería un 6 % inferior a la realizada en 2019, y en construcción no residencial, un 3 %. La situación en el sector de equipo de transporte es particularmente preocupante, al encontrarse un 23 % por debajo de la inversión efectuada antes de la pandemia. La transición hacia la adopción del vehículo eléctrico que persigue el PRTR no parece estar produciéndose de una manera rápida e introduce dudas sobre la agilidad en su canalización, además de su efectividad. Las empresas tampoco parecen querer expandir su capacidad productiva, ni los recursos están incentivando la llegada de empresas o sectores que requieran la construcción de nuevos centros de trabajo. Esto, en un entorno donde la licitación de obra pública se desacelera y podría estar adelantando un menor impulso de estos fondos al crecimiento.

**La mejora que se espera de la inversión en construcción de vivienda es insignificante, comparada con el reto que se tiene por delante.** Si bien el aumento en la población activa en el mercado laboral español es similar al observado en el período inmediatamente anterior a la crisis financiera global, la construcción de viviendas es un 83 % inferior. De consolidarse este escenario de desequilibrio entre la demanda y la oferta, el mercado se ajustará a través de un encarecimiento de la vivienda. **A este respecto, BBVA Research prevé que el avance en el precio se sitúe entre un 5,5 % y un 6,0% tanto en 2024 como en 2025,** mayor en las ciudades donde los

9: Véase Banco de España (2024): "Proyecciones e informe trimestral de la economía española. Septiembre 2024".

desequilibrios sean más acuciantes. Incrementos que se sitúen consistentemente por encima del de la renta de los hogares jóvenes pueden suponer un cuello de botella al crecimiento, desincentivando la llegada de capital humano y creando tensiones sociales.

## También existen dudas sobre el efecto de la inmigración sobre la productividad

**La inmigración se concentra en puestos de trabajo de poca cualificación, aunque los flujos recientes apuntan a una menor segregación ocupacional.** La mitad de los más de cuatro millones de ocupados con nacionalidad extranjera se agrupa en sólo quince ocupaciones, siendo los empleados domésticos, camareros asalariados y personal de limpieza las ocupaciones con mayor peso. Esta concentración ocupacional es más acusada entre las mujeres inmigrantes. En particular, el 63 % de las trabajadoras de nacionalidad extranjera se concentra en quince ocupaciones. Más aún, empleadas domésticas, camareras asalariadas y personal de limpieza representan el 30 % de las ocupadas con nacionalidad extranjera.<sup>10</sup> A pesar de esto, el nuevo proceso de incorporación de inmigrantes al mercado de trabajo español se está produciendo con menores tasas de segregación ocupacional. Este hecho se debe al aumento de la participación de los inmigrantes en prácticamente todas las ocupaciones. La integración de la población inmigrante en puestos de trabajo más productivos constituye, por lo tanto, un reto en una economía en la que el crecimiento del PIB por hora trabajada solo ha compensado la disminución de las horas por ocupado, de manera que el PIB por persona ocupada se encuentra al mismo nivel que a finales de 2019. Para ello, la mejora de los incentivos y la reducción de las incertidumbres y barreras que frenan la inversión productiva son una necesidad apremiante. España es un excelente ejemplo del diagnóstico realizado para la UE en el informe Draghi y de los positivos efectos que podrían tener muchas de sus recomendaciones.

## La incertidumbre sobre la evolución de la política fiscal es elevada en un contexto de fragmentación parlamentaria

**El Gobierno central debe anunciar medidas equivalentes al 0,5 % del PIB para cumplir con las nuevas reglas fiscales a partir de 2025.** Las estimaciones de BBVA Research indican que, por cada punto de ajuste del déficit primario estructural en porcentaje del PIB potencial, el nivel de actividad podría moderarse en el largo plazo entre 0,75 pp del PIB y 1,0 pp. La magnitud del efecto dependería de la composición del ajuste, pero serían necesarias reformas que pudieran compensar parte o la totalidad de estos efectos negativos sobre la actividad económica. Además, sería recomendable consensuar lo más pronto posible las medidas que serán necesarias para realizar el ajuste, de tal manera que los agentes económicos afectados puedan ajustar sus decisiones de consumo e inversión.

**Hacia delante, sería deseable la negociación de un nuevo sistema de financiación autonómica transparente y solidario.** El actual mecanismo es complicado, poco transparente e introduce una serie de fondos cuya asignación de recursos poco tiene que ver con la solidaridad entre territorios. El nuevo sistema debería tratar de respetar el principio de ordinalidad, garantizando la provisión de servicios públicos de similar calidad en todo el territorio español, la responsabilidad fiscal y la autonomía tributaria de las autonomías para elegir su nivel de presión fiscal. Además, sería recomendable construir una nueva institucionalidad, que introdujera mecanismos

<sup>10</sup>: Ver [BBVA Research \(2024\)](#): "Observatorio Trimestral del Mercado de Trabajo 2T2024".

para trasladar el esfuerzo fiscal al que se ha comprometido el país a las cuentas de las comunidades autónomas. Esto debería venir acompañado por instrumentos de vigilancia e incentivos para el cumplimiento de los objetivos que se acuerden. Adicionalmente, es necesario aclarar cómo funcionará el acceso al Fondo de Liquidez Autonómica una vez que se determine el nuevo sistema de financiación.

# Tablas

**Cuadro 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EE. UU.	-2,2	3,7	1,9	2,5	2,5	2,1
Eurozona	-6,3	6,2	3,4	0,5	0,7	1,4
China	2,2	8,5	3,0	5,2	4,6	4,2
Mundo	-2,7	6,8	3,4	3,2	3,1	3,3

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2024.

Fuente: BBVA Research y FMI.

**Cuadro 1.2. INFLACIÓN (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EE. UU.	1,2	4,7	8,0	4,1	2,9	2,3
Eurozona	0,3	2,6	8,4	5,4	2,4	1,9
China	2,5	0,9	2,0	0,2	0,5	1,5
Mundo	3,6	5,1	9,3	7,6	7,1	4,7

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2024.

Fuente: BBVA Research y FMI.

**Cuadro 1.3. TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EE. UU.	0,90	1,44	2,95	3,96	4,09	3,72
Alemania	-0,48	-0,31	1,18	2,45	2,32	2,14

Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2024.

Fuente: BBVA Research y FMI.

**Cuadro 1.4. TIPOS DE CAMBIO (PROMEDIO ANUAL)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EUR-USD	0,88	0,84	0,95	0,92	0,92	0,88
USD-EUR	1,14	1,18	1,05	1,08	1,09	1,14
CNY-USD	6,91	6,45	6,73	7,08	7,17	6,94

Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2024.

Fuente: BBVA Research y FMI.

**Cuadro 1.5. TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (FIN DE PERIODO, %)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EE. UU.	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	3,00
Eurozona (*)	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,50
China	3,85	3,80	3,65	3,45	3,25	3,25

(\*) Tipo de facilidad de depósito.

Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2024.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Cuadro 1.6. **RESUMEN DE PREVISIONES EUROZONA (a/a)**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>PIB a precios constantes</b>	<b>-6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>3,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>
Consumo privado	-8,0	4,7	4,9	0,8	0,7	1,4
Consumo público	1,2	4,2	1,1	1,2	1,5	0,5
Formación bruta de capital fijo	-6,0	3,9	2,1	1,1	-1,9	2,4
Inventarios (*)	-0,3	0,5	0,1	-0,5	-0,6	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>-5,7</b>	<b>4,7</b>	<b>3,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,3</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	-9,0	11,3	7,5	-0,4	2,1	2,7
Importaciones (bienes y servicios)	-8,5	8,9	8,3	-0,7	0,0	3,0
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Precios</b>						
IPC	0,3	2,6	8,4	5,4	2,4	1,9
IPC subyacente	0,7	1,5	3,9	4,9	2,9	2,1
<b>Mercado laboral</b>						
Empleo	-1,4	1,4	2,2	1,4	0,7	0,3
Tasa desempleo (% población activa)	8,0	7,8	6,7	6,6	6,5	6,6
<b>Sector público</b>						
Déficit (% PIB)	-7,0	-5,2	-3,7	-3,6	-3,2	-2,7
Deuda (% PIB)	97,2	94,8	90,8	88,6	89,2	89,0
<b>Sector exterior</b>						
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,6	2,4	-0,4	1,6	2,6	2,4

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2024.

(\*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research.

**Cuadro 1.7. ESPAÑA: PREVISIONES MACROECONÓMICAS**  
 (TASAS DE VARIACIÓN ANUAL EN %, SALVO INDICACIÓN CONTRARIA)

(Promedio anual, %)	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Actividad</b>					
<b>PIB real</b>	6,7	6,2	2,7	2,9	2,4
Consumo privado	7,1	4,8	1,8	2,5	2,1
Consumo público	3,6	0,6	5,2	3,9	2,7
Formación Bruta de Capital Fijo	2,6	3,3	2,1	2,7	5,0
Equipo y Maquinaria	3,3	2,9	1,1	1,1	5,5
Construcción	0,5	2,2	3,0	3,6	4,5
Vivienda	0,8	8,4	2,1	1,3	4,2
<b>Demanda Interna (contribución al crecimiento)</b>	6,9	3,9	1,7	2,4	2,7
Exportaciones	13,4	14,3	2,8	3,5	4,7
Importaciones	15,0	7,7	0,3	2,3	6,1
<b>Demanda Externa (contribución al crecimiento)</b>	-0,3	2,3	1,0	0,5	-0,3
PIB nominal	9,4	11,2	9,1	6,1	4,8
(Miles de millones de euros)	1235,5	1373,6	1498,3	1589,5	1666,0
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	3,3	3,6	3,1	2,2	2,1
Tasa de paro (% población activa)	14,9	13,0	12,2	11,5	10,8
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	7,3	4,1	3,2	1,9	1,8
Productividad aparente del factor trabajo	-0,6	2,1	-0,5	1,0	0,6
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	3,1	8,4	3,5	2,8	1,8
IPC (fin de periodo)	5,8	5,7	3,1	2,2	1,9
Deflactor del PIB	2,7	5,0	6,4	3,1	2,4
Remuneración por asalariado	0,7	3,9	5,6	4,7	3,1
Coste laboral unitario	1,2	1,8	6,1	3,6	2,5
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	0,8	0,4	2,8	3,4	3,2
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	115,7	109,5	105,1	102,6	99,8
Saldo AA.PP. (% PIB)	-6,5	-4,5	-3,5	-2,9	-2,5
<b>Hogares</b>					
Renta bruta disponible	4,9	5,3	10,7	8,1	4,9
Tasa de ahorro (% renta bruta disponible)	14,2	9,0	12,0	13,3	13,3

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 11 octubre 2024.

(\*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research.



## AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com).

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25  
[www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com)