

Situación España

Diciembre 2024



Situación y perspectivas de la economía española

Diciembre 2024

Resumen

El crecimiento del PIB en 2024 se vuelve a revisar al alza, esta vez en dos décimas hasta el 3,1 %. Esta mejora en las previsiones responde a un avance en el tercer trimestre de 2024 superior a lo esperado y a la aceleración en la creación de puestos de trabajo durante septiembre y octubre. El modelo de crecimiento está pivotando hacia una mayor aportación de la demanda interna.

De cara a los próximos meses, se espera que la recuperación continúe, aunque en un entorno condicionado por dos perturbaciones significativas. Por un lado, la DANA que afectó con más intensidad a Valencia, y por otro, los cambios que previsiblemente se producirán en la política arancelaria de los Estados Unidos en 2025. Ambos factores podrían reducir el crecimiento durante los próximos meses.

Varios factores podrían compensar parcialmente el impacto negativo de estos cambios, consolidando un aumento del PIB del 2,3 % en 2025 y del 1,7 % en 2026. Entre ellos, una respuesta de la política económica que sea rápida, focalizada y eficiente. Además, se esperan mejoras de competitividad dada la caída en el precio del petróleo y el aumento en la oferta de energía renovable. Las lluvias intensificarán la recuperación en el sector agroalimentario. La demanda interna se apoyará en la caída de la inflación, el aumento de los salarios, el avance del empleo y la reducción de tipos de interés. La economía ha mostrado una mayor capacidad de crecimiento que la esperada gracias a la inmigración, el aumento en la tasa de empleo y en la productividad por hora trabajada.

No obstante, persisten algunas incertidumbres. Las dudas sobre la capacidad de los servicios turísticos para seguir contribuyendo a la recuperación podrían aumentar en la medida en que los límites a su crecimiento no lleven a mayor inversión. La escasez de vivienda a precio asequible restringe la mejora en la calidad de vida y puede entorpecer el flujo migratorio, lo que resulta preocupante en un contexto de caída de la población activa de nacionalidad española. Por su parte, la inversión, en general, continúa mostrando una débil respuesta a la actividad. Además, la incertidumbre sobre la política económica sigue elevada, a la espera de que se anuncien más medidas para cumplir con la consolidación fiscal para el siguiente año y sin un consenso en cómo abordar los retos de medio plazo.

Se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2024 hasta el 3,1 % gracias a una mejor evolución del consumo y el empleo

El crecimiento de la economía ha vuelto a sorprender positivamente. La estimación adelantada de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) indica que el PIB aumentó un 0,8 % trimestral (t/t) en el tercer trimestre de 2024, igual que en el segundo. Este dato se situó 0,1 puntos porcentuales (pp) por encima de lo previsto en el escenario central de BBVA Research del mes de octubre.¹ Respecto al cuarto trimestre, los datos de afiliación a la Seguridad Social de septiembre y octubre mostraban un punto de inflexión que dio fin a la desaceleración que se

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

había observado durante los meses de verano. En noviembre, la creación de empleo se ha desacelerado como consecuencia, en parte, del impacto negativo que tuvo la DANA, sobre todo en la provincia de Valencia. En todo caso, es posible que **la afiliación cierre el último trimestre del año con un avance que anticipa un incremento del PIB del 0,6 % t/t.**

El modelo de crecimiento está evolucionando hacia una mayor aportación de la demanda interna. Las estimaciones preliminares del INE muestran que esta contribuyó con 0,9 pp al aumento trimestral del PIB entre julio y septiembre, superando las previsiones de BBVA Research de 0,6 pp. Este comportamiento compensó la ligera sorpresa negativa de la demanda externa neta, que restó 0,1 pp al crecimiento trimestral (BBVA Research: 0,0 pp). En términos interanuales, la demanda interna aportó 2,7 pp al crecimiento del PIB, mientras que la contribución neta del sector exterior fue de 0,7 pp.

Dentro de la demanda interna, fue el consumo privado el que explicó buena parte del mayor crecimiento. Esta mejor evolución se concentró en el gasto de las familias en servicios y en bienes duraderos, mientras que persiste la debilidad en el consumo de los perecederos y semiduraderos. El estancamiento en estos dos últimos componentes precede la pandemia y coincide con tendencias que también se ven en el resto de países europeos. La recuperación en los servicios es consecuencia de la priorización que están haciendo de este tipo de gasto las familias al decidir cómo utilizar el aumento que se observa en la renta bruta disponible real (+3,9 % en 2024). También ha ayudado la disminución observada en las cuotas hipotecarias y en el coste de financiación que estarían liberando recursos para el consumo e incentivando el acceso al crédito. Asimismo, el incremento en el precio de la vivienda podría estar impulsando el gasto de los propietarios. Finalmente, una parte del dinamismo del consumo se debe a reducciones en la tasa de ahorro de los hogares, aunque esta permanece alta y cercana a los máximos de ciclo.

El consumo público sigue siendo uno de los motores del crecimiento, impulsado por el incremento de las remuneraciones de asalariados, principalmente en las comunidades autónomas. Tanto en 2023 como en 2024 la contribución de este componente de la demanda interna al crecimiento del PIB se ha mantenido en positivo. Por rúbrica de gasto, el aumento ha sido generalizado, aunque la contribución de los consumos intermedios ha ido descendiendo, conforme se ha ido absorbiendo el impacto de la mayor inflación. Sin embargo, el peso del avance de las remuneraciones de asalariados ha ido aumentando, lo que se explica por el aumento en la nómina de los gobiernos regionales. A corto plazo esto continuará, en la medida en que las comunidades autónomas no han anunciado políticas significativas de consolidación fiscal y el avance de la economía permite que la perspectiva sobre la evolución de los ingresos regionales sea positiva.

Las exportaciones mantienen un avance sólido, a pesar del estancamiento de la economía de algunos de los principales socios comerciales y los problemas estructurales en sectores clave. La información preliminar sobre la evolución de las ventas de bienes al exterior apunta a un aumento del 2,1 % en el acumulado del año hasta septiembre. Esto es el resultado de dos fuerzas que se contraponen: por un lado, el ajuste que sufre el sector automotriz y que lastra el crecimiento. Por otro, la ganancia de competitividad que se viene produciendo en empresas que han aprovechado los cambios que se han observado desde el inicio de la pandemia o que recuperan capacidad de producción gracias a la reversión de aumentos en los costes de producción. Por ejemplo, en ausencia del deterioro que se viene observando en la exportación de maquinaria y equipo de transporte, el aumento en las exportaciones de bienes sería de casi 4,0 %. Entre los bienes que mayor contribución positiva están teniendo se encuentran los alimentos, los medicamentos, los productos químicos o los artículos de papel y cartón. Por su parte, los datos de gasto con tarjetas extranjeras registrado en terminales de punto de venta (TPV) de BBVA confirman que el consumo de no residentes sigue aumentando de manera importante.

Este buen comportamiento de la mayor parte de los componentes de demanda contrasta con la persistencia de la debilidad de la formación bruta de capital fijo. En los dos últimos trimestres destaca la tendencia negativa en la adquisición de material de transporte, y la falta de tracción en la construcción no residencial. Ambos tendrían que ser sectores beneficiados por los fondos relacionados con el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) y el cambio de modelo productivo hacia uno más sostenible en términos medioambientales.

La DANA tendrá un impacto limitado en el PIB de España, aunque las consecuencias están siendo dramáticas para la actividad en las zonas más afectadas

La información granular muestra que el impacto económico ha sido relevante, sobre todo a nivel local.² El análisis agregado y anonimizado de las transacciones con tarjetas emitidas por BBVA y compras realizadas en TPV de BBVA apunta a que el gasto presencial realizado en la provincia de Valencia retrocedió un 14% interanual durante la semana del 29 de octubre al 4 de noviembre. La caída supuso un deterioro de más de 20 pp respecto al observado en el resto de España, y contrasta con la evolución en las dos semanas anteriores al 29 de octubre, cuando dicha diferencia, aunque negativa, era inferior a 3 pp. El análisis a nivel de código postal indica que los efectos fueron aún más dramáticos, con un parón del consumo reflejado en reducciones interanuales de entre el 80% y el 100% del gasto en las localidades más afectadas.

En las últimas semanas, la mayoría de indicadores evidencian ya una mejora de la actividad económica. En las últimas dos semanas de noviembre, los datos de gasto en la provincia de Valencia mostraron, por primera vez desde el desastre, un diferencial de crecimiento positivo con el resto de España, incluso moderadamente mayor al observado antes de la DANA. La tendencia de recuperación ha sido casi generalizada por sector de actividad, destacando el aumento que se viene observando en las matriculaciones de automóviles. Aunque buena parte de los recursos comprometidos todavía no llegan a los afectados, las políticas públicas podrían estar explicando una parte de la recuperación del gasto, sobre todo en la medida en que estén condicionando positivamente las expectativas de los hogares y de las empresas.

La mejoría sigue siendo desigual y especialmente lenta en los municipios que más sufrieron la DANA. Por ejemplo, la recuperación del gasto por parte de extranjeros se retrasó hasta la última semana de noviembre. A esto pudo haber contribuido tanto el impacto que tuvieron las lluvias sobre las infraestructuras necesarias para el transporte de turistas como el efecto negativo en la percepción de los potenciales visitantes de las noticias respecto al desastre. Esto explica también que entre los sectores más rezagados destaquen el alojamiento y las agencias de viaje. Finalmente, en municipios como Paiporta, la reducción del gasto con tarjeta continúa en torno al 50% interanual como consecuencia, en parte, de que sólo alrededor de un 20% de los TPV están activos.

Se estima un impacto en el PIB entre 0,0 y 0,1 pp en 2024 y entre 0,1 y 0,4 pp en 2025. Estas proyecciones están basadas en el estudio de eventos similares (como la gran riada de Bilbao de 1983 o la de Murcia de 2019) y en modelos que consideran los efectos de inundaciones y otras catástrofes naturales alrededor del mundo. Además, toman en cuenta el impacto positivo que se espera de las políticas públicas implementadas para paliar los efectos de la DANA. De particular importancia serán las transferencias que servirán para compensar las pérdidas patrimoniales y reponer el capital perdido. Los créditos con garantía pública han demostrado ser un

²: Desde la semana posterior a la DANA, BBVA Research publica un observatorio con distintos indicadores para hacer seguimiento de la actividad económica en las zonas más afectadas. La versión más reciente a la fecha de cierre de esta publicación incluye datos hasta el 25 de noviembre (véase [BBVA Research \(2024\)](#): "DANA: seguimiento en tiempo real del impacto económico". BBVA).

instrumento efectivo y rápido para paliar los problemas de liquidez, evitar la destrucción de empresas y facilitar la reconstrucción. La utilización de los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo (ERTE) permitirá mantener el lazo entre empresas y trabajadores, en un entorno de elevada incertidumbre y mientras se restablecen las condiciones necesarias para volver a la actividad.

La velocidad en la recuperación de las zonas más afectadas dependerá de la eficacia y suficiencia de las políticas públicas adoptadas. Para asegurar esto, es necesaria una excelente coordinación entre administraciones públicas. También un seguimiento en tiempo real que permita su evaluación y mejora, si es el caso. A medio plazo, hay evidencia de que las zonas afectadas por catástrofes, en países desarrollados, pueden mejorar sus perspectivas económicas si las medidas de reconstrucción son eficientes, el apoyo se centra en los más vulnerables y se aprovecha para hacer un redireccionamiento de recursos hacia la acumulación de capital físico más productivo que el previamente existente. Además, es necesario acelerar la vuelta a la actividad de las empresas, anunciar medidas que generen certidumbre y eviten la migración de hogares y comercios garantizando la seguridad de las áreas afectadas.

La economía europea muestra todavía un crecimiento frágil, que se verá negativamente afectado por el potencial incremento de los aranceles por parte de los EE. UU.

La eurozona está mostrando resiliencia, aunque se mantienen las divergencias entre países, sectores y componentes de la demanda. El PIB se ha acelerado en el tercer trimestre, con un crecimiento del 0,4 % trimestral, gracias a la mejora observada en la economía española y, en menor medida, en la francesa, y a pesar de la debilidad que muestran la italiana y la alemana. Por sectores, se mantiene la divergencia entre la situación que sufre la industria, donde los indicadores no terminan de mostrar una mejora clara, y los servicios, donde el entorno de recuperación persiste. El crecimiento sigue basándose en una contribución positiva de la demanda externa, aunque comienzan a apreciarse señales de la mejora en el consumo interno. Esto último ha sido gracias a un mercado laboral europeo que sigue mostrando fortaleza, con una tasa de paro que se mantiene alrededor de los mínimos alcanzados durante el ciclo debido, en parte, a que el ajuste se ha centrado en la reducción de las vacantes sin cubrir en lugar de en el empleo.

Este crecimiento moderado de la actividad, junto con la tendencia de mejora en el avance de los precios, y las expectativas de consolidación fiscal explican una parte de la caída en los tipos de interés. La inflación en la eurozona se viene situando de manera consistente alrededor del 2 %, si bien la subyacente muestra más resistencia a la baja. La convergencia al objetivo del BCE se explica en parte por la caída en los precios del petróleo, que han pasado de oscilar entre 80 y 90 dólares por barril durante la primera mitad del año a hacerlo entre 70 y 75 dólares durante la segunda. BBVA Research prevé que esta situación se mantenga durante los próximos dos años (73 dólares por barril en 2025 y 71 en 2026) contribuyendo a que las expectativas sobre el futuro aumento del IPC europeo sigan ancladas. Otra parte del descenso al 2 % se explica por la influencia deflacionaria que está teniendo el menor crecimiento de la demanda interna en China y la estrategia de reducción en el precio de sus exportaciones de bienes. A esto hay que añadir que dentro de la Eurozona, Francia, Italia y España han presentado planes de consolidación fiscal que restringirán el avance del gasto doméstico el siguiente año. Como resultado, se espera que la inflación se sitúe, en promedio, en el 1,8 % tanto en 2025 como en 2026. Este entorno de contención de precios y moderada recuperación ha permitido que los mercados anticipen que la política monetaria pasará de ser restrictiva a expansiva durante buena parte de los próximos dos años. Así, el euríbor a 12 meses se situó durante el mes de noviembre en el 2,51 %, mostrando una caída considerable respecto al observado en octubre de 2023, cuando llegó al 4,2 %.

Las perspectivas hacia delante dependerán, en buena medida, de los cambios que se produzcan en la política comercial a nivel mundial. La nueva presidencia de los EE. UU. podría establecer un aumento generalizado de los aranceles. En particular, las áreas con las que la economía americana tiene un desequilibrio comercial pueden verse especialmente afectadas. Entre las principales están China y la Unión Europea. Si la nueva administración cumple con su promesa de elevar los costes de las importaciones de bienes provenientes de estas áreas, no es descartable que las economías afectadas respondan con medidas similares. El mayor riesgo es el de entrar en una guerra comercial que revierta parte de las ganancias que ha traído la globalización sobre familias y empresas.

Un aumento de los aranceles del 10 % a las importaciones de EE. UU. provenientes de la Unión Europea podría restar más de un 1 % al PIB de la eurozona durante los próximos dos años respecto al escenario en ausencia del *shock*. Esto sólo es un ejemplo y el resultado dependerá tanto del momento en el que se produzca la medida, como del incremento en los aranceles que finalmente se observe, o de los sectores en los que se focalice. La diferente exposición a la economía americana supondrá que las consecuencias sean heterogéneas por países. Por ejemplo, dado el supuesto del incremento de un 10 % en los aranceles, el efecto en el PIB español podría rondar los 0,2 pp, en promedio durante 2025 y 0,7pp en 2026, menor que en el resto de la eurozona dada la relativamente menor importancia del comercio de bienes con EE.UU.. Esto no quiere decir que no haya empresas, sectores o regiones que puedan verse particularmente afectadas por los cambios.³

La respuesta de política económica en Europa será decisiva para determinar la magnitud y duración de los efectos sobre la actividad, en un entorno de particular incertidumbre. Por un lado, será clave evitar una escalada que lleve a una guerra comercial. Por otro, la UE deberá asegurar que las empresas europeas continúen compitiendo en un entorno justo. En el escenario menos negativo, esto serviría para acelerar el proceso de integración europea y adoptar las recomendaciones de los informes Letta y Draghi⁴ para mejorar la competitividad de las empresas del continente. A este respecto, preocupan los problemas que están teniendo distintos gobiernos europeos para poder implementar el ajuste fiscal acordado para los siguientes años. Esto puede señalar una falta de consenso dentro de la sociedad que reduzca la capacidad de respuesta ante eventos inesperados.

Se espera que el Banco Central Europeo (BCE) valore esta incertidumbre y lleve el coste de la financiación a niveles que estimulen la actividad económica. BBVA Research estima que el tipo de interés neutral para la eurozona se situaría alrededor del 2,5 %. En este contexto, el tipo de interés de la facilidad de depósito podría terminar 2024 en el 3,0 % y disminuir 100 pb más hasta situarse en el 2,0 % ya en junio de 2025, para mantenerse ahí durante el resto del período de previsión. La Reserva Federal de los EE. UU. podría ir con más cautela, dado que varias de las políticas anunciadas por la nueva administración (aumento de aranceles, mayor déficit fiscal, restricción de la inmigración) limitarían, en principio, la disminución de la inflación. La divergencia que se abriría en las rentabilidades a ambos lados del Atlántico llevaría a un tipo de cambio del euro frente al dólar relativamente depreciado, alrededor de 1,05 dólares por euro en promedio en 2025, con una moderada apreciación hacia 2026 (1,08).

3: Véase BBVA Research (2024), "Implicaciones para la economía española de un aumento en los aranceles por parte de EE.UU." BBVA.

4: Véase Comisión Europea (2024), "The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe".

En España, distintos factores permitirían compensar parcialmente el impacto negativo de estas perturbaciones en el escenario, consolidando un aumento del PIB del 2,3 % en 2025 y del 1,7 % en 2026.

Se espera que se consolide la transición hacia inflaciones más en línea con el objetivo fijado para el conjunto de la eurozona (1,8 % en 2025 y 2,0 % en 2026). Durante el mes de noviembre, la tasa de inflación general se aceleró 0,6 pp hasta alcanzar el 2,4 % interanual, debido al efecto base en los precios de la energía. La inflación subyacente, sin embargo, sorprendió ligeramente a la baja, con un descenso de una décima, hasta el 2,4 % interanual (BBVA Research: 2,5 %). El repunte de la inflación general ha interrumpido, al menos de forma temporal, la senda de mejora observada en los últimos meses. En todo caso, la evolución es consistente con una tendencia a la baja que se espera que se consolide durante los siguientes meses. A esto ayudará el ya mencionado ajuste a la baja que viene observándose en el precio del petróleo. Si bien es cierto que el coste del gas está presionando temporalmente al alza la factura de la electricidad, la tendencia durante los próximos años puede ser favorable dadas las medidas que han tomado empresas y familias para asegurarse una mayor certidumbre en los costes energéticos, además de las que se han tomado para mejorar la eficiencia en el uso de la electricidad. Asimismo, según BBVA Research, el aumento en el peso de la energía renovable en la producción del 50 al 60 %, entre 2022 y 2024, habría presionado los precios a la baja en alrededor de un 10%. Continuar con esta tendencia favorecería la provisión de energía a precios bajos.

El fin de la sequía en varias zonas de importancia para la producción agroalimentaria adelanta un ajuste en precios relativos. El precio de los alimentos se ha incrementado cerca de un 28% desde el final de la crisis de la COVID, impulsado por factores tanto externos como internos, entre los que destacan el aumento en los costes de producción (fertilizantes), en los laborales (salario mínimo y falta de mano de obra) y, particularmente, la escasez de lluvia y la caída de la producción asociada.⁵ Como consecuencia, el VAB en el sector se redujo alrededor de un 15 % entre el primer y el tercer trimestre de 2022. Conforme el año hidrológico se ha ido normalizando, y se ha potenciado un proceso de automatización de labores junto con un cambio hacia cultivos menos intensivos en el uso de agua y mano de obra, también lo ha hecho la actividad agrícola. Un aspecto crucial para la inflación y el gasto de las familias será la caída que se pueda producir en el precio de productos básicos de la cesta de consumo de los hogares españoles, como el aceite de oliva. El ajuste que tenga lugar en el coste de los alimentos será beneficioso, especialmente, para las familias con menos ingresos, que dedican una mayor parte de su renta a este gasto.⁶

La renta disponible de las familias aumentará por encima de la inflación, tanto por la continuación en la creación de empleo como por el crecimiento de los salarios. Las perspectivas de aumento en los puestos de trabajo son favorables y apuntan a un avance del 2,0 % en 2025 y del 1,8 % en 2026, en un contexto que debería ser propicio para la recuperación de las remuneraciones, dada la escasez que se percibe de mano de obra en algunos sectores. En particular, las vacantes sin cubrir continúan aumentando y ya se sitúan alrededor de las 150.000 según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, lo que implicaría continuar en el entorno de los 0,6 puestos por cada mil personas activas, en línea con la evolución registrada desde mediados de 2022, y muy por encima de las tasas observadas en 2020.⁷ En este escenario, tanto la remuneración por asalariado como por hora trabajada siguen mostrando crecimientos interanuales relativamente elevados (4,6 % y 6,1 %, respectivamente, en 3T24).

5: Véase BBVA Research (2023), "Situación España, Junio de 2023". BBVA.

6: Véase BBVA Research (2014), "Tu IPC no es como el mío: diferenciales de inflación por hogar". BBVA.

7: Véase BBVA Research y FEDEA (2024), "Observatorio Trimestral del Mercado de Trabajo, Diciembre de 2024". BBVA, FEDEA y Fundación Sagardoy.

El cambio en las perspectivas sobre la política monetaria debería impulsar el gasto de los hogares. Si el consumo se encontraba restringido por el aumento de las rentabilidades en los activos financieros y en el coste de la financiación, unos tipos de interés más bajos desincentivarán el ahorro y harán más atractivo el endeudamiento. BBVA Research estima que la reducción prevista de 50 pb del euríbor 12 meses para el siguiente año podría aportar un par de décimas al crecimiento de 2025. Dado que la rebaja que se ha producido desde octubre de 2023 acumularía más de 200 pb, el cambio en la política del BCE sería clave para explicar la continuidad de la expansión en curso.

La disminución de la carga de intereses, junto con la reducción de la incertidumbre ligada a la evolución de la inflación, el empleo y los salarios podría desencadenar un período de mayor gasto por parte de las familias. Durante los últimos años, el consumo de los hogares ha aumentado por debajo de lo que se hubiera inferido por el comportamiento hasta 2019 de sus determinantes tradicionales. En particular, el gasto en consumo sería entre un 1 y un 2,5 % por debajo de lo que se esperaría. En la medida que las familias hayan decidido limitar sus decisiones por percibir dudas respecto a cuándo comenzarían a recuperar el poder adquisitivo perdido o si el aumento de tipos de interés llevaría a una recesión, la resolución de estas incertidumbres podría dar paso a un periodo de incrementos del consumo inusualmente elevados. **BBVA Research prevé que el consumo privado aumente un 2,6 y 1,8 % en 2025 y 2026, respectivamente.**

La inversión podría reactivarse gracias al descenso de los tipos de interés y a la necesidad de ampliar capacidad productiva en ciertos sectores

El retraso en la renovación de maquinaria y equipo podría empezar a corregirse durante los siguientes trimestres. La expansión de la actividad durante los últimos años debería haber llevado a una acumulación de capital en maquinaria y equipo entre un 5 y un 6 % superior a lo que se observa actualmente. Con mayor certidumbre sobre los costes de producción, los de transporte y los financieros, es posible que esta parte de la formación bruta de capital fijo pueda recuperarse de manera más intensa durante los próximos meses. Este ajuste sería especialmente relevante en sectores donde las limitaciones para ampliar la actividad comiencen a hacerse más evidentes, particularmente en aquellos que ya han superado los niveles de producción observados antes de la pandemia. **BBVA Research prevé que la inversión en maquinaria y equipo aumente un 5,2 % en 2025 y un 3,8 % en 2026.**

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.⁸ El número de visados de vivienda nueva ha pasado de un promedio de 9.125 al mes en 2023 a 10.550 durante los primeros nueve meses de 2024. Esto apunta a un aumento de las viviendas en ejecución del 11 % 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 1,4 % en 2024 a un 5,3 % en 2025 y a un 6,2 % en 2026.**

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

Un mayor crecimiento potencial gracias a la inmigración y al incremento de la productividad por hora

La población activa ha aumentado de forma ininterrumpida desde el segundo trimestre de 2021 hasta acumular 1,2 millones de personas más CVEC. El incremento se explica por la ocupación, que ha crecido en 2 millones de personas en el mismo periodo. La creación de empleo se ha concentrado en la población de nacionalidad extranjera. Por ejemplo, en el tercer trimestre de 2024, la inmigración explicó tres cuartas partes del aumento de la ocupación. Desde el cuarto trimestre de 2019, el número de personas ocupadas de nacionalidad extranjera ha aumentado un 39%, mientras que el de nacionalidad española apenas lo ha hecho un 9%.

La tasa de empleo supera su máximo histórico entre la población mayor de 20 años y menor de 65. La mejora ha sido especialmente importante en la cohorte de edad de entre 54 y 64 años, que ha aumentado desde el 45 % en 2007 hasta el 61 % actualmente. Por un lado, esto refleja cambios demográficos y sociológicos: generaciones con tasas de empleo relativamente más elevadas que las de sus padres van envejeciendo. Por otro, puede reflejar también cambios en el modelo productivo o en las políticas públicas que reducen la probabilidad de estar en el paro a una determinada edad.

La productividad crece al mismo tiempo que se incrementan las horas trabajadas. Históricamente, el avance en la primera sólo se producía cuando las segundas caían. Así sucedió durante el período 2009-2013. En las expansiones anteriores, el estancamiento de la productividad por hora fue la norma. Sin embargo, durante los dos últimos años, ha coincidido una expansión del número de horas trabajadas con una mejora similar de la productividad por hora. Esto es particularmente interesante dada la falta de reacción que ha tenido la inversión en la recuperación de la actividad. Con todo, hay dudas razonables sobre qué tan sostenible es este patrón de crecimiento y cuáles son las causas detrás de él.

La estimación de crecimiento potencial de la economía española ha aumentado. Hace dos años, BBVA Research estimaba que el avance del PIB de 2024 consistente con la no generación de desequilibrios internos y externos se situaría alrededor del 1,2 %. Las continuas revisiones al alza de las series históricas realizadas por el INE desde entonces, junto con el comportamiento de las cuentas externas, la inflación, los tipos de interés, el mercado laboral y el de la vivienda apuntan ahora a un crecimiento alrededor del 1,8 %. Esto está en línea con lo que vienen publicando distintas instituciones.

Los retos para mantener un crecimiento elevado irán multiplicándose durante los próximos trimestres

Se espera que las exportaciones de servicios turísticos moderen su crecimiento, desde el 11,4 % en 2024, hasta el 3,8 y 2,1 % en 2025 y 2026, respectivamente. A diferencia de lo sucedido con el consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo, se estima que el gasto de no residentes ha crecido, cuando menos, un 20 % más de lo que podrían explicar sus fundamentos. Es posible que en la situación actual se hayan podido dar cambios estructurales que permitan el sostenimiento de los actuales niveles de actividad. La inmigración ha permitido la recepción de un mayor número de turistas. El sector ha sido uno de los pocos donde la inversión ha aumentado, permitiendo un incremento en las plazas hoteleras y una mejora en la calidad de las ya existentes. En todo caso, los problemas de congestión que se comienzan a observar, la percepción negativa sobre el impacto que está teniendo el turismo en el coste de la vida, la posibilidad de menores flujos migratorios en los próximos años y un entorno regulatorio menos favorable moderarán el crecimiento hacia delante.

Los cambios que está atravesando el sector automotriz restringen el consumo y la capacidad exportadora del país. Se prevé que durante este año, las matriculaciones de automóviles se sitúen alrededor del millón de unidades. Eso significa una reducción del 24 % respecto a los niveles alcanzados en 2018. Por lo tanto, se acumularían ya seis años de ventas por debajo de los máximos. Esta es una situación que no es particular de España, sino que es común al resto de la eurozona, lo que en parte explica la contribución negativa del sector al crecimiento de las ventas de bienes al exterior. Si bien el incremento de la renta y la riqueza y el descenso en los tipos de interés ayudarán a impulsar la demanda, otros factores continuarán restringiendo las ventas. El principal es la lenta transición hacia la adopción del vehículo eléctrico, por el lado de la demanda, y el creciente peso de la producción china por el lado de la oferta. Entre los principales desincentivos para la compra de turismos eléctricos se pueden mencionar el elevado precio, la falta de infraestructura de recarga y las dudas que persisten sobre su autonomía. Por lo tanto, si nada cambia, estos factores continuarán lastrando las matriculaciones y la cuota de mercado de este tipo de turismos apenas se situaría en torno al 34 % de las matriculaciones (± 5) en 2035, lejos de lo acordado en el “Objetivo 55”.⁹ La imposición de aranceles a las importaciones de vehículos eléctricos procedentes de China podría suponer un obstáculo para la electrificación del parque y, por tanto, el cumplimiento de los objetivos de descarbonización, pero abriría una puerta para los productores europeos que tendrían que aprovechar.

La construcción de vivienda continuará siendo insuficiente para reducir el desequilibrio entre demanda y oferta. El crecimiento que se espera en el número de viviendas terminadas (236.000 en el bienio 2025-2026) ayudaría a controlar el incremento en los precios sólo si dejara de aumentar el número de hogares. En un escenario de expansión y creación de empleo como el que se prevé en esta publicación, eso es poco probable. Un mercado laboral con un elevado número de vacantes sin cubrir continuará atrayendo mano de obra tanto doméstica, como externa, y no se prevén cambios significativos en los factores que han explicado la salida de trabajadores desde sus países de origen. En este contexto, BBVA Research prevé un déficit de 240.000 viviendas en promedio por año en 2025 y 2026, lo que se añadiría a las 553.000 acumuladas entre 2021 y 2024. Esta tensión llevará a que **los precios de la vivienda se incrementen un 5,8 % en promedio este año y continúen aumentando en 2025 y 2026 (6,1 % y 4,8 %, respectivamente)**. En todo caso, existen diferencias en el comportamiento de los precios según la localización de los activos. Las presiones serán mucho mayores en entornos urbanos o turísticos, donde se está creando buena parte del empleo, y en enclaves donde la demanda externa tiene una participación relevante. La falta de vivienda a precio asequible puede suponer un deterioro de la calidad de vida y funcionar como un cuello de botella para mantener el crecimiento.

Persisten las dudas sobre la capacidad de los fondos relacionados con el PRTR para actuar como tractores de la inversión privada y catalizadores del cambio de modelo productivo. Atrás se han dejado las dudas sobre la puesta en marcha de los procesos administrativos necesarios para iniciar el camino hacia la llegada de los recursos a las empresas. En particular, las licitaciones han alcanzado una velocidad de crucero de alrededor de 6.900 millones de euros al año. Por su parte, las subvenciones concedidas suman ya más de 19.400 millones de euros. Sin embargo, los fondos no parecen tener el efecto multiplicador previsto por las autoridades cuando se aprobaron. También existe la percepción de que la regulación está impidiendo la completa y rápida adjudicación de los fondos. Hacia delante, eliminar estos obstáculos será clave para el sostenimiento de la recuperación, sobre todo ante la incertidumbre que traerán los posibles cambios en la política comercial y la realidad de un ajuste fiscal a partir del siguiente año.

El nuevo paquete de medidas tributarias aprobado en el Congreso no mejora la eficiencia del sistema y parece insuficiente para cumplir con las reglas fiscales. Es positivo que se haya aprobado la transposición de la directiva europea sobre la imposición mínima global para las multinacionales, cumpliendo con los compromisos adquiridos. Sin embargo, la reforma llega tarde en el año fiscal, lo que ha generado una incertidumbre innecesaria

9: Para más detalles, véase [BBVA Research \(2024\)](#): “Situación Consumo. Octubre 2024”. BBVA.

sobre las empresas afectadas. La mayor parte de las medidas incluidas implica el aumento del peso de la imposición directa, en contra de las recomendaciones de expertos e instituciones.¹⁰ Además, los acuerdos relacionados con la extensión del impuesto especial al sector bancario pueden encarecer el crédito, sobre todo a las pymes, desincentivar el aumento de tamaño y dar como resultado un sistema menos progresivo. Respecto a esto último, los ingresos serían cedidos a las comunidades autónomas, de acuerdo a la participación de cada una de ellas en el PIB, lo que podría resultar menos equitativo y penalizar a ciudadanos en regiones con economías pequeñas. Se estima que las medidas aprobadas podrían llegar a aportar entre 0,25 pp (4.000 millones de euros) y 0,43 pp del PIB (7.000 millones) de ingresos adicionales, por lo que serían necesarias nuevas medidas de consolidación fiscal equivalentes a 0,07 pp - 0,25 pp del PIB para cumplir con los requerimientos de las nuevas reglas fiscales.

La inmigración enmascara tendencias negativas en el empleo y la participación laboral de la población con nacionalidad española. Aunque la demografía ha continuado impulsando el incremento de la población activa, la reducción de la propensión a participar en el mercado laboral desde el cuarto trimestre del pasado año, causado por la población nativa, ha jugado en contra. La tendencia negativa es especialmente preocupante en el grupo de edad de entre 45 y 54 años como consecuencia, en buena medida, del envejecimiento, que aumenta la importancia relativa de segmentos donde la tasa de participación es más baja.

10: Véase European Commission (2024), Annual report on taxation 2024 : review of taxation policies in the European Union, Publications Office of the EU, <https://data.europa.eu/doi/10.2778/10846>; de Castro Fernandez, F., Perelle, M., y Priftis, R. (2018), The Economic Effects of a Tax Shift from Direct to Indirect Taxation in France, European Economy - Discussion papers 077, DG ECFIN, European Commission, doi:10.2765/610397; y Johansson, Å., et al. (2008), "Taxation and Economic Growth", OECD Economics Department Working Papers, No. 620, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/241216205486>. Referencias

Tablas

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

	2022	2023	2024	2025	2026
EE. UU.	2,5	2,9	2,7	2,0	2,1
Eurozona	3,6	0,5	0,8	1,0	1,1
China	3,0	5,2	4,8	4,1	4,0
Mundo	3,6	3,3	3,2	3,1	3,3

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.
Fecha de cierre de previsiones: 3 diciembre 2024.
Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2022	2023	2024	2025	2026
EE. UU.	8,0	4,1	2,9	3,0	2,8
Eurozona	8,4	5,4	2,4	2,0	1,8
China	2,0	0,2	0,3	0,6	1,0
Mundo	9,2	7,5	6,9	4,4	3,6

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.
Fecha de cierre de previsiones: 3 diciembre 2024.
Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2022	2023	2024	2025	2026
EE. UU.	2,95	3,96	4,21	4,37	4,35
Alemania	1,18	2,45	2,35	2,23	2,33

Fecha de cierre de previsiones: 3 diciembre 2024.
Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2022	2023	2024	2025	2026
USD-EUR	1,05	1,08	1,08	1,05	1,08
CNY-USD	6,73	7,08	7,19	7,31	7,35

Fecha de cierre de previsiones: 3 diciembre 2024.
Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2022	2023	2024	2025	2026
EE. UU.	4,50	5,50	4,50	4,00	3,00
Eurozona	2,00	4,00	3,00	2,00	2,00
China	3,65	3,45	3,00	2,50	2,50

Fecha de cierre de previsiones: 3 diciembre 2024.
Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2022	2023	2024	2025	2026
PIB a precios constantes	3,6	0,5	0,8	1,0	1,1
Consumo privado	4,9	0,7	0,8	1,4	1,6
Consumo público	1,1	1,6	1,9	0,7	0,7
Formación bruta de capital fijo	2,2	1,8	-2,3	1,8	1,3
Inventarios (*)	0,4	-0,8	-0,5	0,0	0,0
Demanda interna (*)	3,7	0,3	-0,1	1,3	1,3
Exportaciones (bienes y servicios)	7,5	-0,5	1,4	1,3	1,0
Importaciones (bienes y servicios)	8,5	-1,1	-0,6	2,1	1,6
Demanda externa (*)	-0,1	0,2	0,9	-0,3	-0,2
Precios					
IPC	8,4	5,4	2,4	2,0	1,8
IPC subyacente	3,9	4,9	2,9	2,1	1,9
Mercado laboral					
Empleo	2,4	1,4	0,7	0,2	0,1
Tasa desempleo (% población activa)	6,8	6,6	6,5	6,6	6,6
Sector público					
Déficit (% PIB)	-3,5	-3,6	-3,2	-2,9	-2,9
Deuda (% PIB)	89,5	87,4	88,1	88,3	88,5
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	-0,1	1,7	2,7	2,2	2,2

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 3 diciembre 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, %)	2022	2023	2024	2025	2026
Actividad					
PIB real	6,2	2,7	3,1	2,3	1,7
Consumo privado	4,8	1,8	2,8	2,6	1,8
Consumo público	0,6	5,2	4,7	3,7	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	3,3	2,1	2,1	5,2	4,4
Equipo y Maquinaria	2,9	1,1	1,2	5,2	3,8
Construcción	2,2	3,0	3,0	6,1	5,1
Vivienda	8,4	2,1	1,4	5,3	6,2
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	3,9	1,7	2,6	3,2	2,2
Exportaciones	14,3	2,8	3,4	4,2	2,4
Importaciones	7,7	0,3	2,4	7,4	4,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,3	1,0	0,5	-0,9	-0,6
PIB nominal	11,2	9,1	6,0	3,9	3,5
(Miles de millones de euros)	1373,6	1498,3	1587,9	1650,6	1709,1
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	3,6	3,1	2,2	2,0	1,8
Tasa de paro (% población activa)	13,0	12,2	11,4	10,7	10,4
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	4,1	3,2	2,2	1,9	1,5
Productividad aparente del factor trabajo	2,1	-0,5	0,9	0,4	0,2
Precios y costes					
IPC (media anual)	8,4	3,5	2,8	1,8	1,9
IPC (fin de periodo)	5,7	3,1	2,5	1,9	1,9
Deflactor del PIB	5,0	6,4	2,9	1,7	1,9
Remuneración por asalariado	3,9	5,6	4,5	2,6	1,8
Coste laboral unitario	1,8	6,1	3,6	2,2	1,6
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	0,4	2,8	2,9	2,8	2,7
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	109,5	105,1	102,2	101,0	100,0
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,5	-3,5	-3,0	-2,7	-2,4
Hogares					
Renta bruta disponible real	-1,2	4,9	3,9	3,4	1,6
Tasa de ahorro (% renta bruta disponible)	9,0	12,0	13,4	14,1	14,0

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 3 diciembre 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.

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