

# Situación España

Junio 2024



# Situación y perspectivas de la economía española

Junio 2024

## Resumen

El crecimiento del PIB se revisa cuatro décimas al alza en 2024 hasta el 2,5 % y una décima en 2025 hasta el 2,1 %. La recuperación se ha intensificado más de lo previsto hace tres meses, gracias a las exportaciones de servicios, en parte por las mejoras de competitividad, el aumento de la fuerza laboral, y la ejecución de los fondos asociados al Plan de Recuperación Transformación y Resiliencia (PRTR). El incremento en los tipos de interés no se ha trasladado proporcionalmente al coste de financiación y el BCE ha iniciado el camino hacia una política monetaria menos restrictiva. En el futuro, se espera una desaceleración conforme la contribución de la demanda externa se vuelva negativa, en parte por los límites al crecimiento del sector turístico. La inversión en transporte y vivienda enfrenta obstáculos que no se resolverán a corto plazo, mientras que la demanda interna se verá lastrada en 2025 por el inicio del ajuste fiscal. Todo esto ocurre en un entorno de elevada incertidumbre sobre el futuro de la política económica, tanto a nivel nacional como mundial.

## Se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2024 hasta el 2,5 % debido a la mejora en la aportación de la demanda externa

**La información disponible indica que la producción ha tenido un comportamiento mejor de lo previsto hace tres meses.** El Instituto Nacional de Estadística (INE) ha revisado al alza el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en la segunda mitad de 2023. Manteniéndose todo lo demás constante, esto añadiría una décima al crecimiento previsto del PIB para 2024, que era del 2,1 % en la edición anterior de esta publicación. Además, los datos preliminares del primer trimestre muestran un avance superior al previsto (0,7 % trimestral frente a 0,6 %). Asimismo, los datos en tiempo real sugieren que el aumento del PIB se mantendrá en niveles similares en el segundo trimestre (0,7 %), también por encima de lo que se esperaba hace tres meses (0,5 %).

**La mejora en las previsiones se debe al cambio en la contribución de la demanda externa.** Ahora se espera que esta aporte tres décimas al crecimiento del PIB en el conjunto del año, mientras que antes se preveía que restara tres. Esto se debe a la revisión al alza en la expectativa de crecimiento anual promedio de las exportaciones de servicios (10,1 % ahora frente a 3,3 % en marzo), a pesar del deterioro en las perspectivas de las ventas de bienes al exterior (-3,5 puntos porcentuales hasta el 0,0 %). El cambio en la composición de las exportaciones, junto con una demanda interna algo más débil de lo previsto, ha llevado a una revisión a la baja de las importaciones (2,7 % en lugar de 5,1 %).

## Las exportaciones de servicios mantienen su dinamismo gracias a mejoras de competitividad e incrementos de la capacidad productiva

**Los precios de las ventas de servicios al exterior continúan aumentando menos que en otros países competidores.** Desde el inicio de la pandemia, las exportaciones de servicios no turísticos se han abaratado en casi un 15 % en términos relativos frente a las importaciones. En el caso del consumo de no residentes, la mejora en estos términos de intercambio ha sido de alrededor de un 5 %. A esto han contribuido varios factores, entre los que destaca la contención de los costes laborales unitarios, limitados por el incremento de la fuerza laboral y la mejor evolución de la productividad por hora que se observa en España, sobre todo en comparación con la UEM.

**El potencial de creación de empleo ha aumentado con la inmigración y el incremento en la tasa de participación.** En 2019, la población activa creció, en promedio, alrededor de un 1 % anual. En 2023, el crecimiento fue del 2,1 %. La inmigración es una parte fundamental de la capacidad de la economía española para generar puestos de trabajo: en 2023, un 71 % del nuevo empleo correspondió a personas nacidas en el extranjero. En cualquier caso, la mitad del repunte en el crecimiento de la población económicamente activa, en comparación con hace cuatro años, se debe a la mayor disposición de los residentes a participar en el mercado laboral.

**La mayor participación de las mujeres con estudios secundarios y superiores contrarresta la contribución negativa del envejecimiento.** El aumento en la edad media de la población activa hace que cada vez haya más personas en grupos que tradicionalmente muestran menores tasas de participación laboral. Todo lo demás constante, la reducción en la proporción de trabajadores entre 25 y 54 años, de nacionalidad española y con educación secundaria, habría supuesto una caída en la tasa de participación agregada de 2 puntos porcentuales entre 2020 y 2023, similar al crecimiento total observado durante ese período. Por lo tanto, este lastre se está viendo más que compensado por otras tendencias, entre las que destaca el incremento en la propensión a participar en el mercado laboral por parte de las mujeres españolas. En particular, aquellas con educación secundaria y edades entre 25 y 54 años, o entre 55 y 64 años, han aumentado su tasa de participación desde 2020 en 3,5 puntos porcentuales hasta el 80,1 % y 5,3 pp hasta el 57,6 %, respectivamente. Asimismo, las que poseen educación superior y tienen entre 25 y 54 años han contribuido también a esta tendencia al incrementar su tasa de participación desde 2020 en 2,2 puntos porcentuales hasta el 91,8 %.

**No solo ha aumentado la disponibilidad de mano de obra, sino también la capacidad productiva en el sector turístico.** En particular, el crecimiento del número de habitaciones hoteleras ocupadas, especialmente durante los meses de invierno, sitúa los niveles de ocupación por encima de los observados antes de la pandemia. Además, existe evidencia de que la depreciación del euro frente al dólar y otras monedas emergentes está ayudando a diversificar los países de origen de los turistas.<sup>1</sup> Esto es especialmente importante dado el estancamiento que sufre la economía europea. Además, los visitantes provenientes de fuera del continente están más interesados en destinos urbanos y del norte de España, lo que permite extender geográfica y temporalmente los réditos del turismo e incrementar el valor añadido por visitante en un entorno donde el aumento de la ocupación en los destinos de sol y playa durante los meses de verano es limitado.

1: Ver [Artículo 3](#), de Boletín Económico 2T24, del Banco de España.

## El mayor avance de la productividad por hora trabajada en España también puede explicar la continuidad en el avance de los servicios

**En los últimos cuatro años se ha producido un aumento de la eficiencia productiva respecto a la Eurozona.** En particular, la productividad por hora en España ha crecido un 3,2 % en términos acumulados, mientras que en la UEM lo ha hecho un 0,9 %. Un análisis detallado de los factores detrás de esta evolución muestra que la principal contribución proviene del aumento de la eficiencia productiva dentro de cada sector más que de una reestructuración del empleo hacia actividades más eficientes o de cambios en la jornada laboral relativa. Diversos factores podrían explicar esta evolución diferencial: desde el impulso tecnológico y el avance del comercio electrónico, hasta el cambio en las formas de trabajo, la reorganización de recursos y el teletrabajo.<sup>2</sup>

**Entre los sectores que han contribuido más al avance de la productividad en España están los servicios.** Las actividades financieras y la industria manufacturera explican buena parte del aumento de la productividad laboral en España desde 2020 al ser los únicos sectores que han mejorado su eficiencia productiva e incrementado su peso en el empleo (i.e., han contribuido positivamente al efecto composición). De manera clave, el comercio, el transporte, la hostelería, o las actividades profesionales han mostrado algunos de los avances más importantes en la productividad interna, aunque continúan siendo menos eficientes que el promedio. Por su parte, en la UEM, el escaso avance de la eficiencia productiva es generalizado. La industria, que había explicado la recuperación de la productividad (interna y laboral) en el ciclo precedente, ha tenido una contribución limitada durante el actual e incluso negativa desde el inicio de la invasión de Ucrania.<sup>3</sup>

## Se mantiene la expectativa de aceleración del crecimiento en la eurozona durante los próximos meses

**La mayor certidumbre sobre los costes energéticos y la recuperación del poder adquisitivo apoyarán la evolución del consumo privado en Europa.** El precio de la electricidad en los principales países de la eurozona continúa cayendo gracias a niveles de inventarios de gas relativamente elevados. Aunque la tensión geopolítica continúa, los precios del petróleo no suponen, por el momento, una presión sobre las perspectivas de inflación. A este respecto, la previsión es que el crecimiento del IPC en Europa se reduzca en promedio anual desde el 5,4 % en 2023 hasta el 2,5 % en 2024 y al 2 % en 2025, en un contexto donde el empleo y los salarios continúan aumentando, y estos últimos lo empiezan a hacer por encima de la inflación. La mejora que esto traerá en la renta disponible de los hogares, junto con la expectativa de menores cargas financieras hacia futuro (como se detalla más adelante), deberían apoyar el incremento del gasto de las familias.

**Las exportaciones, sobre todo en Alemania, dan signos de reactivación.** La producción industrial en la primera economía de la eurozona continúa restringida por sectores intensivos en el uso de energía. Sin embargo, comienza a haber señales de una mejora en la demanda externa, conforme mejoran las expectativas sobre pedidos y se reduce el nivel de inventarios.

2: Entre otros, véanse [Anghel et al. \(2024\)](#); [Aksoy et al. \(2023\)](#); [Bergeaud y Ray \(2020\)](#); [Lalinsky et al. \(2024\)](#); [OCDE, 2021](#), etc.

3: Para más detalle sobre el análisis de la evolución reciente e histórica de la productividad véase [BBVA Research et al. \(2024\)](#).

## La política monetaria ha tenido un menor impacto sobre la actividad que el anticipado, y ha comenzado la transición hacia tipos más reducidos

**Entre 2022 y 2024, el incremento en el coste de financiación de la compra de vivienda ha sido menor de lo esperado.** El euríbor 12 meses, la principal referencia para las operaciones a tipo de interés variable, aumentó 466 puntos básicos (pb), desde el -0,50 de inicios de 2022 hasta el 4,16 % de octubre de 2023. Desde diciembre del año pasado se ha estabilizado alrededor del 3,7 %, lo que sitúa la variación respecto a hace dos años en 420 pb. Sin embargo, el incremento en los tipos de interés hipotecarios ha sido de alrededor de 300 pb en el mismo período. La sensibilidad histórica que presenta el precio de estos préstamos apunta a que el aumento en el coste de financiación debería haber sido similar al incremento del euríbor. Si se observa el comportamiento del coste del endeudamiento a tipo fijo, que actualmente representa más del 60 % de las nuevas operaciones, se aprecia un crecimiento todavía menor, de unos 190 pb. De la misma manera, en el caso del crédito a empresas, el incremento en el coste de financiación tanto en las operaciones inferiores a 1 millón de euros (asociadas más a pymes) como en las de mayor importe, no ha sido muy diferente de lo que se hubiese esperado (330 y 390 pb, respectivamente).

**Por el lado de los depósitos, el efecto de la política monetaria también ha sido menor, principalmente en el rendimiento de los productos a la vista.** En un entorno de exceso de liquidez, manteniendo como referencia el incremento observado en el euríbor 12 meses (420 pb), el aumento en el rendimiento de los depósitos a la vista ha sido inferior (30 pb) a lo que pudiera esperarse dada la relación histórica (100 pb). Este no ha sido el caso en el ahorro a plazo, ya que este tipo de instrumentos muestra un rendimiento 300 pb superior al de hace un par de años, relativamente en línea con la relación histórica.

**El tipo de interés de política monetaria en la eurozona podría caer 75 pb en el conjunto de 2024 y otros 100 pb el año siguiente.** En su reunión de junio, el BCE redujo las tasas de interés clave en 25 pb, como había preanunciado y era ampliamente esperado. No dio pistas sobre futuras reducciones de tasas, e insistió en que la evolución futura dependerá de los datos que se vayan conociendo. Además, dejó claro que la reducción no necesariamente señala el comienzo de un ciclo de flexibilización. A pesar de estas puntualizaciones, es de esperar que, si se confirma el escenario de inflación a la baja y moderada aceleración de la actividad previsto por BBVA Research para la eurozona, se produzcan reducciones de tipos en septiembre y diciembre similares a las de junio. En un entorno de amplia liquidez y competencia como el que prevalece en el sector bancario español, esto puede suponer una mejora de las condiciones de financiación para empresas y familias que apoye el crecimiento de la demanda hacia delante.<sup>4</sup>

## La política fiscal puede ser algo más expansiva de lo previsto en 2024

**El déficit público cerró 2023 en el 3,7 % del PIB tres décimas menos de lo previsto y un punto menos que en 2022.** El gasto público se comportó en línea con lo esperado, y se situó en el 46,5 % del PIB, 1,3 pp menos que en 2022. La recuperación nominal de la actividad habría contribuido a la caída de la ratio del gasto sobre PIB en torno a 4 pp, más que compensando el aumento, entre otros, del gasto en pensiones e intereses. La sorpresa positiva vino, una vez más, de los ingresos públicos, que tuvieron un dinamismo algo mayor de lo anticipado y cerraron 2023 con una ratio del 42,8 % del PIB, frente al 42,5 % previsto. La recuperación de los ingresos tributarios -en particular de los impuestos

4: Para más detalle sobre la última reunión de política monetaria y las expectativas de tipos de interés en la eurozona, ver [BBVA Research \(2024\)](#).

sobre la renta y de las cotizaciones sociales superó las expectativas, lo que contrarrestó el peor comportamiento de los impuestos sobre la producción, afectados por las rebajas tributarias.

**Esta evolución incrementa la probabilidad de que el desequilibrio en las cuentas públicas se sitúe por debajo del 3 % del PIB sin que tengan que tomarse medidas adicionales.** En particular, se prevé que el crecimiento que está mostrando la economía española sea suficiente para llevar al déficit al 2,9 % a finales de 2024. Esto, a pesar de la previsible prórroga de medidas como la reducción del IVA a algunos alimentos básicos o, la reintroducción de otras, como la del IVA en el precio de la electricidad. Adicionalmente, la prima de riesgo española podría mantenerse alrededor de los 80 pb durante el resto del año, lo que unido al punto de inflexión en la política monetaria, limitarían el incremento en la carga financiera de las Administraciones Públicas. La perspectiva de acabar el año por debajo del 3 % del PIB permitiría un mejor punto de partida de cara a la consolidación fiscal que debe asumirse a partir del siguiente año, además de una ventaja a tomar en cuenta en la negociación del programa con la Comisión Europea.

**La inversión en otros edificios y construcciones empieza a mostrar la aceleración en la ejecución de los fondos asociados al Plan de Recuperación Transformación y Resiliencia (PRTR).** Se espera que este componente de la demanda interna aumente un 6,9 %, en promedio, durante 2024 (2,3 pp más de lo que se preveía en marzo), después de haberlo hecho un 4,4 % en 2023. Las licitaciones de obra pública asociadas al PRTR mostraron una mejora considerable a finales de 2022 e inicios del año pasado. Este indicador tradicionalmente muestra un rezago de cuatro trimestres para manifestarse en los datos de acumulación de capital, dados los trámites y procesos que tienen que producirse antes de que las empresas beneficiadas puedan iniciar los proyectos adjudicados. Por lo tanto, es muy probable que durante todo 2024, los datos vayan mostrando, por fin, la consolidación del impacto de los fondos sobre la actividad económica.

## El crecimiento del PIB en los próximos trimestres podría moderarse ligeramente y alcanzar el 2,1 % en promedio anual durante 2025

**La contribución de la demanda externa volvería a ser negativa, dadas las restricciones al crecimiento en el sector turístico.** Después de un aumento de dos dígitos en 2024, el consumo de no residentes en términos reales podría estancarse en 2025. La capacidad utilizada en los meses de temporada alta está limitada; sobre todo considerando que las externalidades negativas del desarrollo del sector están teniendo costes importantes para buena parte de la población. Elementos como la congestión, la contaminación o el aumento en el coste de vida (principalmente, la vivienda) están produciendo un cambio de sentimiento que tendrá consecuencias en las políticas públicas. Esto impedirá que lleguen al mercado un mayor número de plazas turísticas. De mantenerse el crecimiento de la demanda, es cada vez más probable que esto lleve a un aumento en precios, mayores impuestos o una regulación que restrinja la oferta.

**Las importaciones se acelerarán (5,1 % en 2025 frente al 2,7 % en 2024), a pesar de la recuperación de las exportaciones de bienes (4,8 % en comparación con el 0,0 % este año).** El cambio en la composición de las ventas al exterior, con la menor contribución de las exportaciones de servicios, llevará a un modelo de crecimiento más intensivo en el uso de insumos provenientes de otros países. Además, existe una demanda embalsada de automóviles, que de tener que satisfacerse, implicará un consumo algo más dependiente de las importaciones. Esto es consistente con esperar una reactivación de la industria, siguiendo la progresiva recuperación de la economía europea y la mayor certidumbre sobre la evolución del coste energético.

## Existen dudas sobre los factores detrás del reciente aumento de la tasa de ahorro y la utilización de la riqueza acumulada durante la pandemia

**En los últimos meses se ha producido un avance de los ingresos de las familias que no ha sido trasladado de manera proporcional a su gasto.** Como resultado, la tasa de ahorro se ha incrementado 9,1 pp de la renta disponible desde el tercer trimestre de 2022 hasta situarse en el 13,1 % a finales del pasado año,<sup>5</sup> 4,8 pp por encima del promedio 1999-2019. En la medida que este fenómeno sea temporal, el espacio que tendrían los hogares hacia delante para incrementar su consumo sería importante.

**Ni la incertidumbre sobre el empleo ni el incremento en los tipos de interés parecen explicar esta evolución.** El ahorro por motivos precautorios se produce sobre todo en entornos de elevada volatilidad, donde las personas temen perder su puesto de trabajo. Así sucedió, por ejemplo, en los inicios de la crisis financiera global de 2008. Si bien es cierto que a finales del tercer trimestre de 2023 se produjo un deterioro de las perspectivas de crecimiento, la creación de empleo se ha acelerado desde entonces, lo que tendría que haberse trasladado ya al consumo privado. Por su parte, el mayor atractivo de los instrumentos de inversión también se ha dado en el resto de la eurozona. Sin embargo, el incremento en la tasa de ahorro en España ha sido considerablemente superior al del resto de sus socios comerciales. Por lo tanto, es poco probable que, de producirse la reducción de los tipos de interés que se prevé en esta publicación, el comportamiento de los consumidores se vea significativamente afectado.

**Una explicación al aumento del ahorro podría ser el agotamiento del impulso que supuso para los servicios el fin de las restricciones derivadas de la pandemia.**

El gasto que realizan los españoles en turismo dentro del territorio nacional se ha reducido durante los primeros cuatro meses del año. Sin embargo, este comportamiento es diferente al que muestran los extranjeros.

**Factores menos coyunturales podrían limitar el crecimiento del consumo durante los próximos trimestres.**

Por un lado, la riqueza neta de los hogares en términos reales permanece estancada desde 2021 y se sitúa un 10 % por debajo de la tendencia que mostraba hasta antes de la pandemia. Esto, a pesar del aumento en el ahorro observado durante 2020 y el incremento en los tipos de interés y en el precio de la vivienda. Estas tendencias se han visto más que compensadas por el ascenso de la inflación. Si los hogares sienten que deben recomponer sus carteras para volver al patrón de crecimiento de riqueza que se veía hasta 2019, esto desencadenaría unos años de avances del consumo por debajo de la renta.

**El incremento de la renta disponible estaría beneficiando a colectivos con una propensión marginal a consumir reducida.**

A diferencia de los años previos, cuando el ingreso de los hogares habría estado determinado principalmente por la remuneración de asalariados, en 2023 fue tan importante la contribución de las transferencias y de las rentas del capital<sup>6</sup>. Las primeras estarían positivamente afectadas por los incrementos observados en las pensiones, mientras que las segundas estarían apoyadas por el aumento de los tipos de interés, el buen comportamiento de los mercados financieros y la tensión en el del alquiler. Tanto la edad como el nivel de ingreso son variables que elevan la probabilidad de acceder a una pensión como de obtener rentas del capital. Este tipo de personas consumen menos por cada unidad de ingreso y, por lo tanto, ahorran más. También puede estar sucediendo que los trabajadores extranjeros tengan una necesidad de enviar dinero a sus países de origen, lo que reduciría el impacto sobre el gasto interno.

5: Dato corregido de variaciones estacionales y de calendario.

6: Las rentas de la propiedad neta y las prestaciones sociales contribuyeron conjuntamente en 5,7 pp al crecimiento nominal de la renta disponible de los hogares en 2023, mientras que la remuneración a los asalariados aportó 6,3 pp.

## El estancamiento de la inversión supone un cuello de botella para la mejora de la productividad y de la competitividad

**La adquisición de equipo de transporte y la inversión en vivienda se mantienen casi un 20 % y 10 % por debajo de los niveles de 2019, respectivamente.** Esta evolución es de las peores entre los países de la eurozona. Más aún, los números probablemente no reflejan los desequilibrios que se vienen acumulando. En un entorno donde las empresas han retrasado la decisión de renovar sus flotas o vehículos industriales, el envejecimiento del parque se ha intensificado. De continuar así, eventualmente se verá afectada tanto la productividad como los objetivos de reducción de emisiones de CO<sub>2</sub>. La evolución diferencial de este tipo de inversión en España respecto a la del resto de socios de la UEM apunta a que es poco probable que factores comunes, como el aumento de tipos de interés o el estancamiento en el comercio de bienes, expliquen su comportamiento. Más probable es que las empresas estén afrontando problemas específicos, relacionados con la falta de infraestructuras, que intensifique el cambio hacia el vehículo eléctrico.

**El reto al que se enfrenta el sector de la vivienda es significativo y las medidas anunciadas insuficientes.** Dadas las tendencias en la población y tamaño medio del hogar, se prevé que sean necesarias algo más de un millón de viviendas de aquí a 2030 (170.000 al año). A este respecto, son bienvenidas algunas de las políticas anunciadas en varias comunidades autónomas para acelerar la llegada al mercado y hacer más atractiva la construcción de vivienda social<sup>7</sup>. También lo es la línea de avales para construcción de nueva vivienda por valor de 2.000 millones de euros. En todo caso, esto parece insuficiente, sobre todo considerando que la mayor parte de los esfuerzos pueden generar todavía más desequilibrios. Por ejemplo, los controles de precios que comienzan a implementarse en algunas comunidades autónomas pueden aliviar temporalmente la situación de aquellos que tienen un contrato de alquiler. En todo caso, no resuelven el problema original de la falta de oferta y podrían incluso agravarlos. A medio plazo, llevarán a incrementos mayores en los nuevos contratos, un deterioro de los activos, un redireccionamiento de la oferta hacia la venta o al afloramiento de al repunte de la economía sumergida. Las medidas que alientan la demanda, como los avales ICO a la compra de primera vivienda, solo lograrán presionar más los precios al alza. Finalmente, el retraso en la aprobación de la reforma de la Ley del suelo corre el riesgo de dilatar aún más el desarrollo de los planes urbanísticos.

**La sensibilidad de la inversión al ciclo expansivo y, en particular, a los fondos ligados al PRTR ha sido inferior a lo esperado.** La recuperación se produce sin una acumulación de capital proporcional al incremento de la actividad como la observada en otros entornos de crecimiento: la inversión se sitúa todavía un 1 % por debajo de los niveles anteriores a la pandemia, mientras que el PIB ya se encuentra casi un 4% por encima. Históricamente, la formación bruta de capital fijo solía aumentar durante las fases expansivas del ciclo económico entre 1,5pp y 2,0pp por cada incremento del PIB del 1 %. Sin embargo, en este ciclo la elasticidad está siendo inferior a la unidad. La situación parece especialmente llamativa en el impacto que están teniendo los fondos europeos. Por un lado, la relación histórica entre las licitaciones de obra pública y la inversión en otros edificios y construcciones apunta a que en ausencia de estos recursos, este componente de la demanda interna estaría, hoy en día, en niveles alrededor de un 30% por debajo de los observados en 2019. Sin embargo, es dudoso que esto pudiera haber sido así, sobre todo tomando en cuenta que buena parte de la recuperación se explica por el comportamiento de las exportaciones de servicios, que no se habrían beneficiado tanto de este tipo de fondos.

7: La Comunidad de Madrid revisó el precio del módulo de la vivienda protegida, según la Orden de 15 de febrero de 2024, adecuando su precio a la coyuntura inmobiliaria actual, ya que no se revisaba desde 2008. Esto hace más atractiva su construcción. Por otro lado, la Ley 3/2024, de 3 de mayo, de medidas urgentes en materia de vivienda en Illes Balears, contempla casos donde se autoriza incrementar la edificabilidad con el fin de construir más vivienda protegida.



Lo más probable aquí es que buena parte de las licitaciones estén relacionadas con proyectos que de todas maneras se habrían hecho. Por otro lado, si las licitaciones hubiesen tenido el impacto que históricamente han mostrado, las estimaciones de BBVA Research apuntan a que la inversión en otros edificios y construcciones tendría que situarse actualmente alrededor de un 10% por encima de los niveles actuales. Entre los factores que pudiesen estar reduciendo el efecto multiplicador de los fondos pueden estar su concentración en la compra de bienes importados, el elevado nivel de capacidad sin utilizar en algunos sectores o la falta de planificación dada la necesidad de gastar los fondos lo más rápidamente.

## La relación entre precios, costes salariales y productividad será clave para sostener el crecimiento

**La inflación cae, pero todavía muestra rigideces a la baja.** Se espera que el aumento en el coste de la cesta de la compra sea de un 3,3 % en promedio en 2024 y de un 2,4 % en 2025. El menor avance en el IPC proviene de la estabilización relativa del valor del barril de petróleo en niveles inferiores a los de años anteriores, a la volatilidad en el precio de la electricidad y a las lluvias que empiezan a limitar el encarecimiento de los alimentos. Sin embargo, estos factores tendrán un impacto limitado. La tensión geopolítica puede revertir rápidamente algunas de estas ganancias. El precio de la electricidad en el mercado minorista fluctúa con menos intensidad de lo que se observa en el mayorista, mientras que la agricultura no solamente ha subido precios por la falta de agua, sino también por el incremento de otros costes de producción. Además, la situación actual dista todavía de ser la ideal: sólo un 40 % de los productos en el IPC muestra un crecimiento de sus precios inferior o igual al 2 %, cuando lo consistente con el objetivo del BCE es de un 60 %. Hacia delante, la atención estará centrada en la evolución del coste de los servicios. Con la demanda creciendo y los costes laborales elevándose, las empresas pueden sentirse con la capacidad de mantener sus márgenes y trasladar a precio la revalorización de los salarios o de las cotizaciones sociales.

**Si bien es cierto que la productividad por hora trabajada ha aumentado, el PIB por ocupado se encuentra un 1,5 % por debajo de los niveles del cuarto trimestre de 2019 y mantiene una diferencia de casi un 20 % con el promedio de países de la eurozona.** El reducido nivel de productividad laboral en España cobra todavía más relevancia cuando se tiene en cuenta que la tasa de desempleo duplica a la de la UEM y que el crecimiento de la productividad de la eurozona ha sido menor que el de EE. UU. en las dos últimas décadas. Un corolario de la diferencia entre la productividad por hora trabajada y por ocupado es la evolución del número de horas trabajadas por ocupado que se encuentra un 4 % por debajo de lo observado antes de la pandemia.

## El ajuste fiscal es ambicioso y, en ausencia de otras medidas compensatorias, lastrará el crecimiento de la demanda interna

**BBVA Research estima que la mejora en el saldo estructural primario, necesaria para cumplir con las reglas fiscales, es de 0,4 pp del PIB potencial, en promedio, por año, desde 2025 hasta 2029.** Esto llevaría a un saldo presupuestario primario positivo del 1,7 % del PIB frente al déficit actual del 1 % del PIB. Tanto el ajuste acumulado durante estos años como el punto de llegada suponen objetivos exigentes, con un potencial impacto negativo en la actividad. De manera clave, estos cálculos están hechos con un escenario económico de mayor crecimiento del PIB e inflación y menores tipos de interés que los que prevé la Comisión Europea para España durante dichos años a cierre de esta publicación. Asumir los supuestos de la CE, implicaría tener que enfrentarse a objetivos de consolidación fiscal más ambiciosos.

**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 0,6 pp del PIB y 1,0 pp.** La magnitud del efecto dependería de la composición del ajuste, siendo mayor si descansa principalmente en un aumento de impuestos. La identificación de recursos que estén utilizándose de manera ineficiente y su eliminación para cumplir con los objetivos, limitaría el impacto en la actividad económica. Si se decide incrementar impuestos, el espacio disponible se concentra en los indirectos, que representan una menor carga que en el resto de la eurozona y tienen menores efectos distorsionadores en la actividad y el empleo. Finalmente, ayudaría que el ajuste viniera acompañado de un aumento en el presupuesto europeo que financiara la provisión de infraestructuras y servicios comunes. En ausencia de lo anterior, y si la consolidación fiscal tuviera que hacerse sacrificando gasto productivo, servicios básicos o con aumentos impositivos ineficientes, el impacto podría ser más negativo.

**La falta de consenso alrededor de la política económica supone una fuente de incertidumbre hacia delante, que lastra la inversión privada.** En los últimos diez años se ha intensificado el uso de la prórroga presupuestaria o de los Real Decreto Ley como alternativa a la elaboración de Proyectos de Ley. Estos últimos se han reducido en número respecto a lo observado en legislaturas anteriores, lo que también puede ser evidencia de una menor disposición a acometer reformas. En ausencia de una visión a medio y largo plazo de la economía que pueda ser compartida por una mayoría de la sociedad, decisiones tan importantes como las que se tendrán que tomar durante los próximos años pueden generar tensión social y estancamiento económico. Por lo tanto, serían deseables acuerdos transversales que dieran certidumbre sobre el ajuste fiscal, la provisión de servicios públicos esenciales, la protección a los más vulnerables, la reducción de la tasa de paro, la inmigración, la doble transición energética y digital, o el incremento de la productividad.

## 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	2,2	1,9
Eurozona	-6,2	5,9	3,5	0,5	0,7	1,4
China	2,2	8,5	3,0	5,2	4,6	4,2
Mundo	-2,7	6,7	3,5	3,2	3,1	3,3

Fecha de cierre de previsiones: 6 junio 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	3,2	2,6
Eurozona	0,3	2,6	8,4	5,4	2,5	2,0
China	2,5	0,9	2,0	0,2	0,5	1,5
Mundo	3,6	5,1	9,3	7,6	7,2	4,7

Fecha de cierre de previsiones: 6 junio 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	4,12	3,77
Alemania	-0,48	-0,31	1,18	2,45	2,36	2,25

Fecha de cierre de previsiones: 6 junio 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	7,04	6,80

Fecha de cierre de previsiones: 6 junio 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 (*)	0,00	0,00	2,50	4,50	3,25	2,25
China	3,85	3,80	3,65	3,45	3,25	3,25

(\*) Tipos de facilidad de depósito  
Fecha de cierre de previsiones: 6 junio 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>-6,2</b>	<b>5,9</b>	<b>3,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>
Consumo privado	-7,8	4,4	4,2	0,6	1,0	1,5
Consumo público	1,0	4,2	1,6	0,8	0,9	0,3
Formación bruta de capital fijo	-6,1	3,7	2,6	1,4	1,0	2,0
Inventarios (*)	-0,3	0,5	0,4	-0,4	-0,1	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>-5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	-9,4	11,4	7,4	-1,0	0,8	2,7
Importaciones (bienes y servicios)	-8,8	9,2	8,1	-1,4	0,9	2,8
<b>Demanda externa (*)</b>	<b>-0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>
<b>Precios</b>						
IPC	0,3	2,6	8,4	5,4	2,5	2,0
IPC subyacente	0,7	1,5	3,9	4,9	2,8	2,1
<b>Mercado laboral</b>						
Empleo	-1,4	1,4	2,3	1,4	0,7	0,4
Tasa desempleo (% población activa)	8,0	7,8	6,8	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	88,8	88,6
<b>Sector exterior</b>						
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,6	2,7	-0,7	1,6	1,9	2,0

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 6 junio 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>	6,4	5,8	2,5	2,5	2,1
Consumo privado	7,1	4,7	1,8	2,2	1,9
Consumo público	3,4	-0,2	3,8	1,8	1,3
Formación Bruta de Capital Fijo	2,8	2,4	0,8	3,4	5,4
Equipo y Maquinaria	4,4	1,9	-1,6	2,7	5,6
Construcción	0,4	2,6	2,3	3,7	4,7
Vivienda	0,9	1,4	0,6	1,0	4,3
<b>Demanda Interna (contribución al crecimiento)</b>	6,6	2,9	1,7	2,2	2,4
Exportaciones	13,5	15,2	2,3	3,2	3,8
Importaciones	14,9	7,0	0,3	2,7	5,1
<b>Demanda Externa (contribución al crecimiento)</b>	-0,2	2,9	0,8	0,3	-0,3
PIB nominal	9,2	10,2	8,6	6,3	4,9
(Miles de millones de euros)	1222,3	1346,4	1461,9	1553,5	1628,8
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	3,3	3,6	3,1	2,4	2,1
Tasa de paro (% población activa)	14,9	13,0	12,2	11,4	10,8
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	7,1	3,7	3,2	2,7	2,0
Productividad aparente del factor trabajo	-0,7	2,0	-0,7	-0,1	0,1
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	3,1	8,4	3,5	3,3	2,4
IPC (fin de periodo)	5,8	5,7	3,1	3,6	2,1
Deflactor del PIB	2,8	4,4	6,1	3,7	2,8
Remuneración por asalariado	0,3	2,9	5,2	3,4	2,8
Coste laboral unitario	1,0	0,8	6,0	3,5	2,8
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	0,7	0,7	2,6	2,6	2,2
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	116,8	111,6	107,7	104,2	102,1
Saldo AA.PP. (% PIB)	-6,6	-4,7	-3,6	-2,9	-2,7
<b>Hogares</b>					
Renta bruta disponible (nominal)	4,5	4,1	11,0	6,9	5,1
Tasa de ahorro (% renta bruta disponible)	13,8	7,6	11,7	12,0	12,3

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 6 junio 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)