

# Situación España

Noviembre 2023

# Mensajes principales: Global



## Evolución reciente

El crecimiento y la inflación se están moderando tras el reciente endurecimiento monetario. Los menores precios de las materias primas han contribuido a la caída de la inflación, al tiempo que han apoyado al crecimiento. Asimismo, la actividad se ha beneficiado del dinamismo de los mercados laborales y de políticas fiscales todavía expansivas, que, sin embargo, dificultan la desinflación. Los mercados financieros han exhibido un tono positivo recientemente, pero siguen sujetos a volatilidad.



## Perspectivas: crecimiento

La economía mundial seguirá desacelerándose debido a las políticas monetarias restrictivas, a unas políticas fiscales menos expansivas, a la moderación de los mercados laborales y a un menor exceso de ahorro. Estimamos, sin embargo, que se evitará una recesión. Se prevé que el crecimiento mundial disminuya del 3,4 % en 2022 al 3,0 % tanto en 2023 como en 2024.



## Perspectivas: inflación y tipos

Se espera que la inflación siga bajando, manteniendo su gradual convergencia hacia los objetivos. Esto supondrá un alivio para los bancos centrales, pero no se espera que los ciclos de recorte de tipos comiencen antes de mediados de 2024: se prevé que la Fed y el BCE empiecen a reducir los tipos en jun-24 y sep-24, respectivamente, aunque los niveles de liquidez seguirán cayendo.



## Riesgos

Episodios de recesión y tensión financiera siguen siendo posibles dadas las estrictas condiciones monetarias, la alta inflación y el menor crecimiento. Otras fuentes de riesgos son la incertidumbre geopolítica, sobre todo a raíz del conflicto Israel-Hamás, y una desaceleración brusca de China.

## Mensajes principales: España



**Se mantiene la previsión de crecimiento 2023**

En 2023, el crecimiento económico será del 2,4 %. La desaceleración parece estar siendo algo menos intensa de lo esperado. El empleo, sobre todo en servicios no relacionados con las AA. PP. o con el turismo, está sosteniendo la actividad.



**Deterioro de las perspectivas en 2024**

Se revisa a la baja la previsión del crecimiento del PIB en 2024. El principal factor es el empeoramiento reciente en la actividad en la eurozona. Una parte de la industria sufre los elevados costes energéticos. La incertidumbre sobre política económica podría aumentar en los próximos meses. De particular importancia será el aumento en los costes laborales, en la carga fiscal y los cambios que puedan producirse en la deuda entre administraciones públicas y su efecto sobre el coste de financiación del Tesoro.



**Podría haber una mejora hacia 2025, sujeta a las medidas que se tomen**

Se espera que el avance de la actividad se acelere en 2025, en línea con la recuperación en la UEM. El sector turístico podría tener una mayor capacidad de crecimiento y la inestabilidad en Oriente Medio puede ayudar a redirigir viajeros hacia España. La inflación cae en línea con lo esperado, y junto con el aumento de los salarios, puede permitir mejoras de la capacidad de compra. El consumo podría mostrar una fortaleza moderada, dado el elevado nivel de ahorro y un escenario de tipos de interés algo más favorable. Hay una demanda embalsada de automóviles. La población en edad de trabajar sigue aumentando, permitiendo el crecimiento del empleo. La sequía amaina.

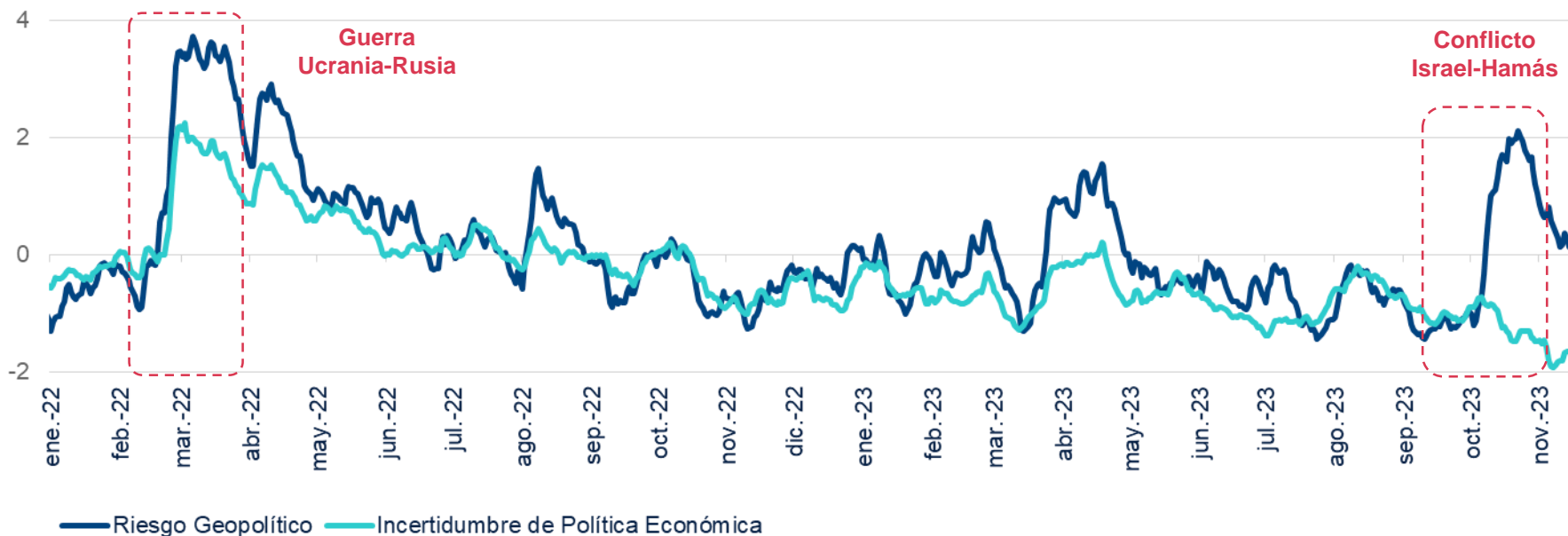
01

# Situación Global Noviembre 2023

# El riesgo geopolítico aumentó tras el conflicto entre Israel y Hamás, pero la incertidumbre de política económica se ha mantenido relativamente baja

## RIESGO GEOPOLÍTICO E INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA EN EL G3 (\*)

(ÍNDICES: PROMEDIO DESDE 2019 IGUAL A 0, 28-DÍAS MEDIA MÓVIL)



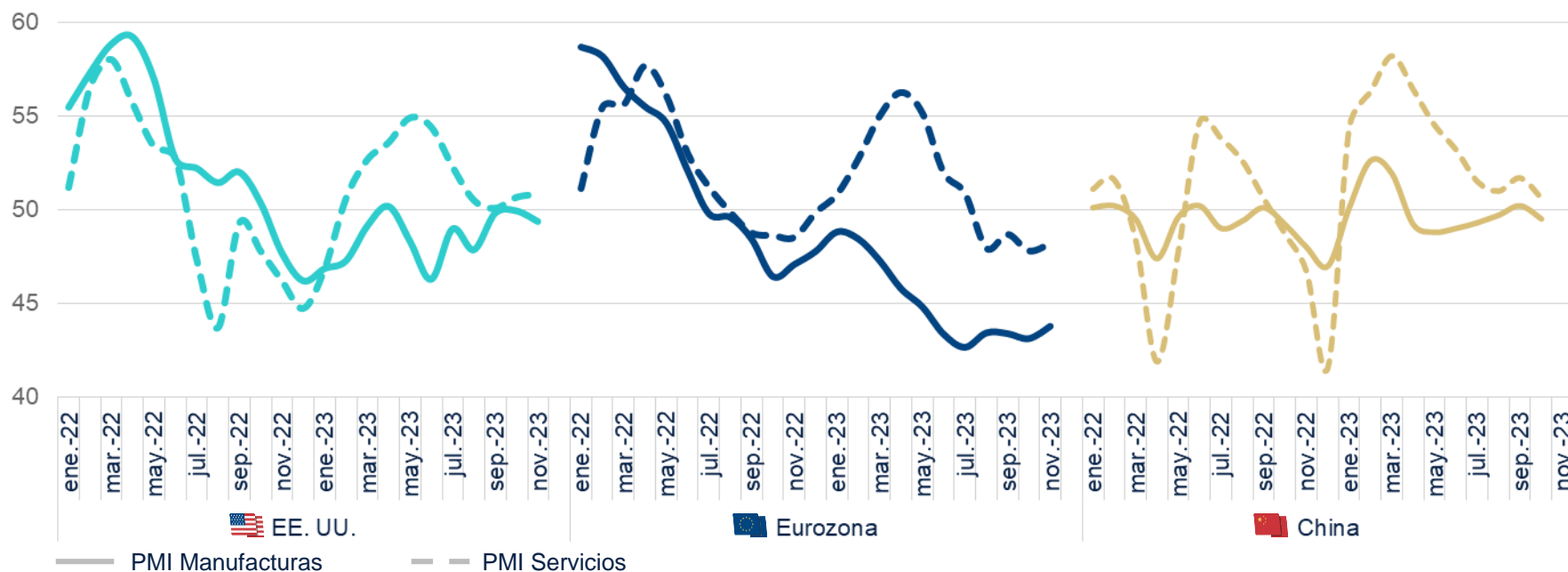
(\*): G3: EE. UU., eurozona y China.

Fuente: BBVA Research Monitor de Geopolítica.

# El crecimiento sigue moderándose, principalmente en la eurozona: la pérdida de impulso de los servicios añade a la debilidad del sector manufacturero

## INDICADORES PMI

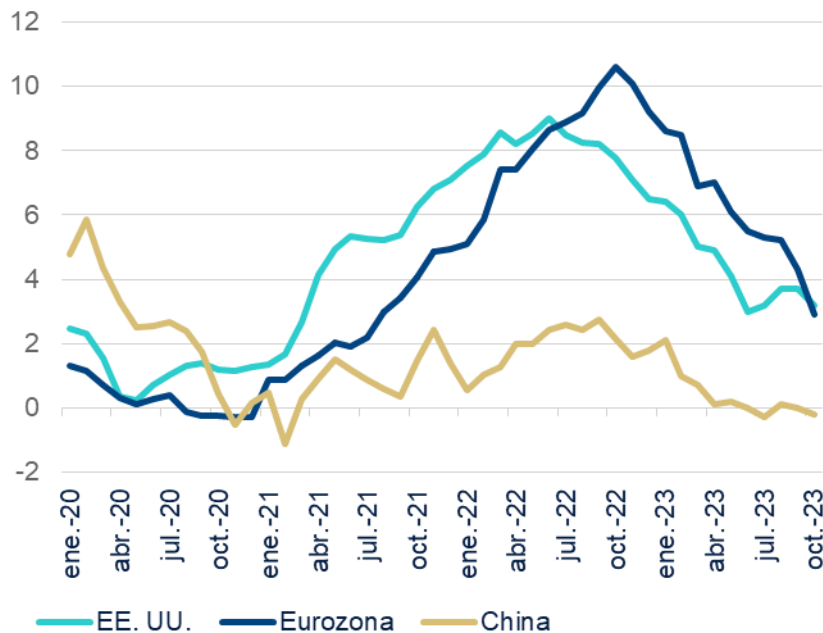
(MÁS DE 50: EXPANSIÓN; MENOS DE 50: CONTRACCIÓN)



# La inflación también se desacelera: tras la importante descompresión en la general, hay claros signos de moderación en la (aún elevada) subyacente

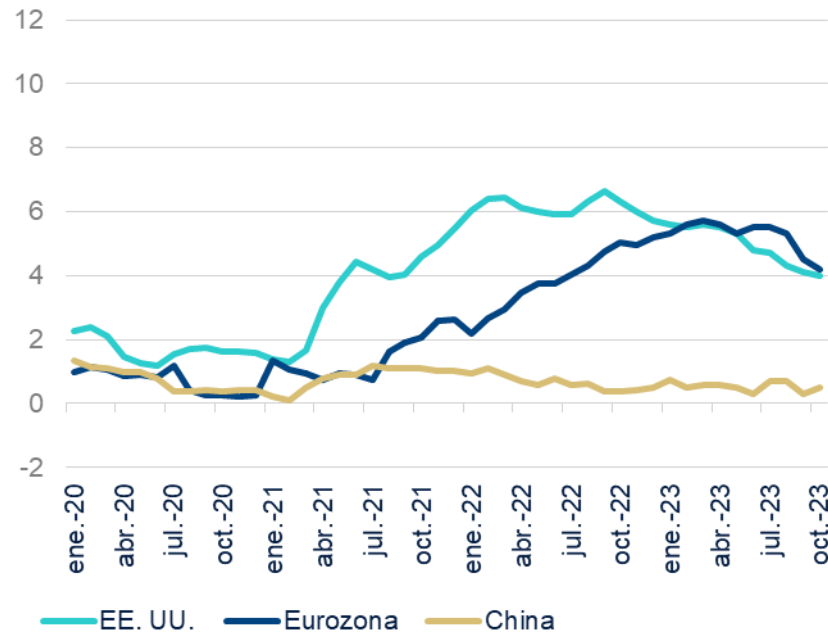
## INFLACIÓN: IPC

(A/A %)



## INFLACIÓN SUBYACENTE: IPC

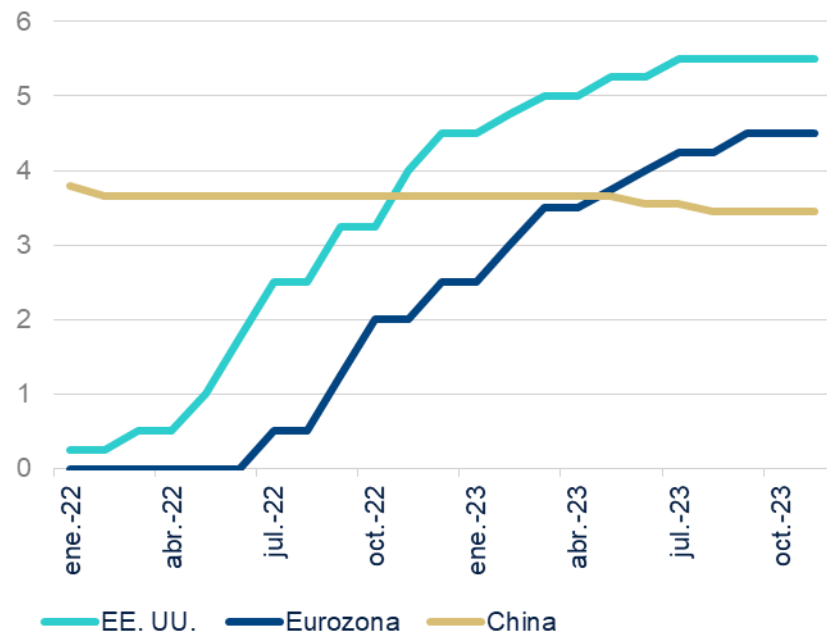
(A/A %)



# El crecimiento y la inflación se moderan tras las subidas de los tipos de interés (que parecen haber finalizado), que están teniendo un impacto en el crédito

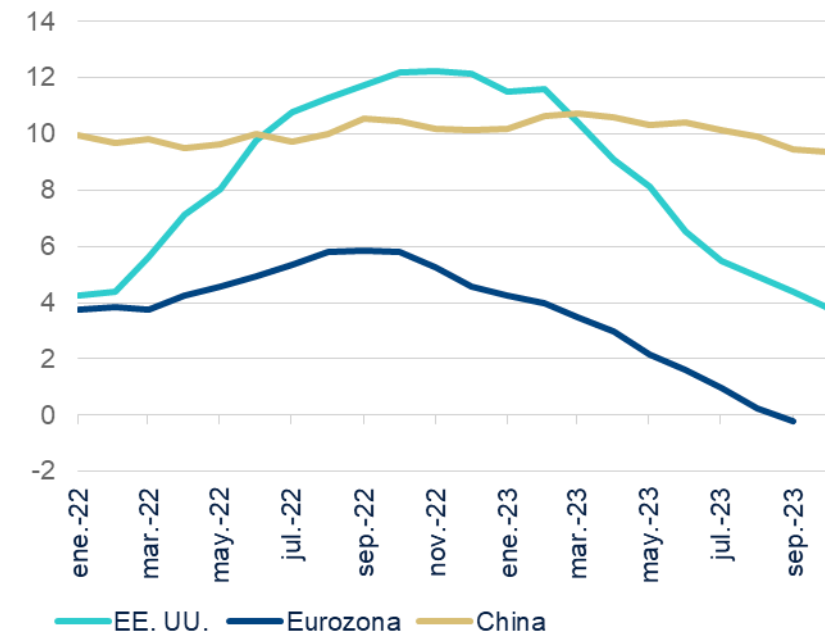
## TIPOS DE INTERÉS (\*)

(%)



## PRÉSTAMOS DE BANCOS COMERCIALES

(A/A %)



(\*) Tipos de interés de refinanciamiento en el caso de BCE.

Fuente: BBVA Research basado en datos de Bloomberg.

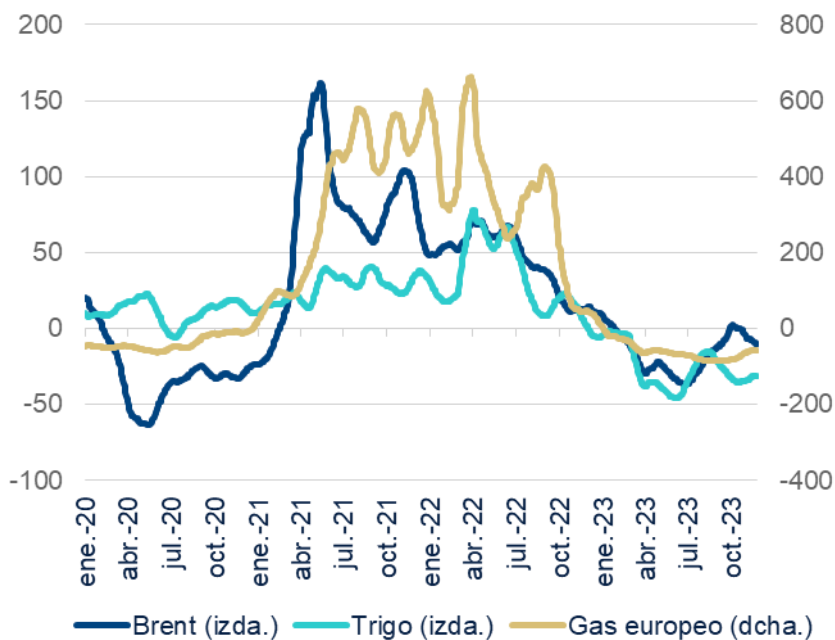
Fuente: BBVA Research basado en datos de FRED y BCE.



# Los menores precios de las materias primas (pese las tensiones en el Oriente Medio) contribuyen a reducir la inflación y respaldan la actividad económica

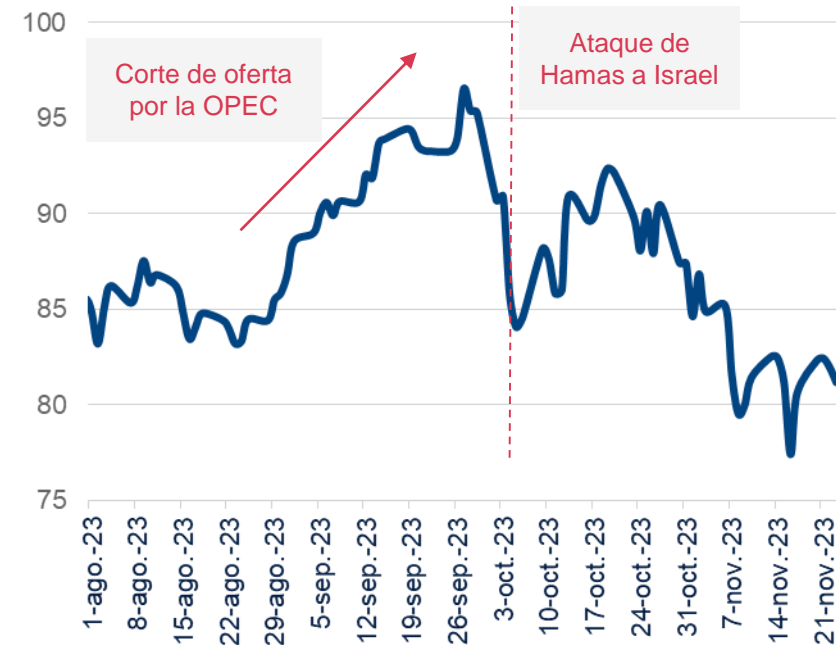
## PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS

(A/A %, 30-DÍAS MEDIA MÓVIL)



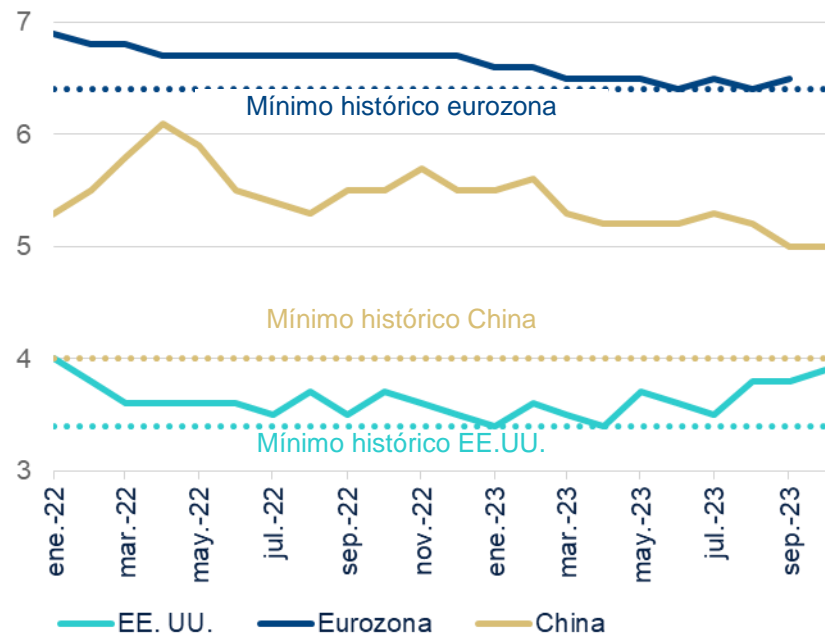
## PRECIOS DEL PETRÓLEO (BRENT)

(DOLARES ESTADOUNIDENSES POR BARRIL)



# Los mercados laborales y la política fiscal apoyan el crecimiento, reduciendo el riesgo de recesiones pero contribuyendo a las presiones inflacionarias

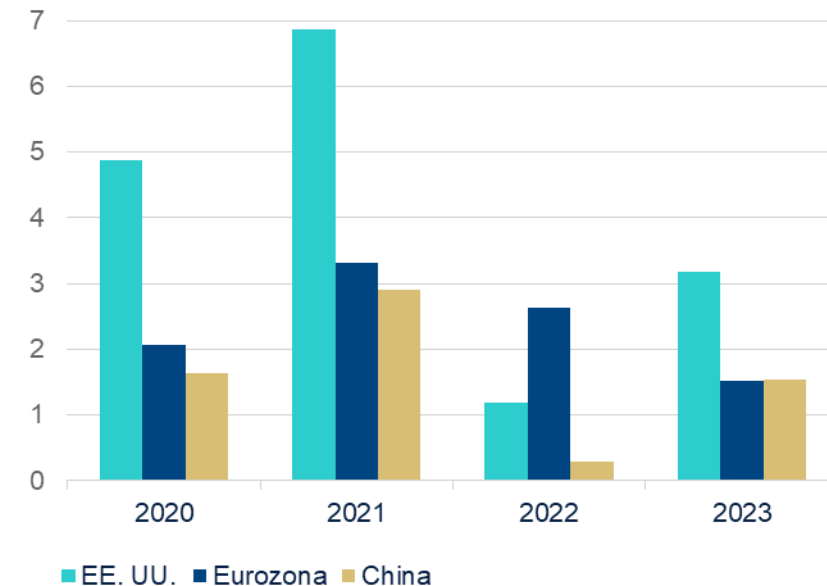
## TASA DE DESEMPLEO (% DE LA FUERZA LABORAL)



(\*) Mínimo histórico : tasa de desempleo más baja desde enero/04.

Fuente: BBVA Research basado en datos de Haver.

## ESTÍMULO FISCAL “EXCESIVO” (\*) (% DE PIB)

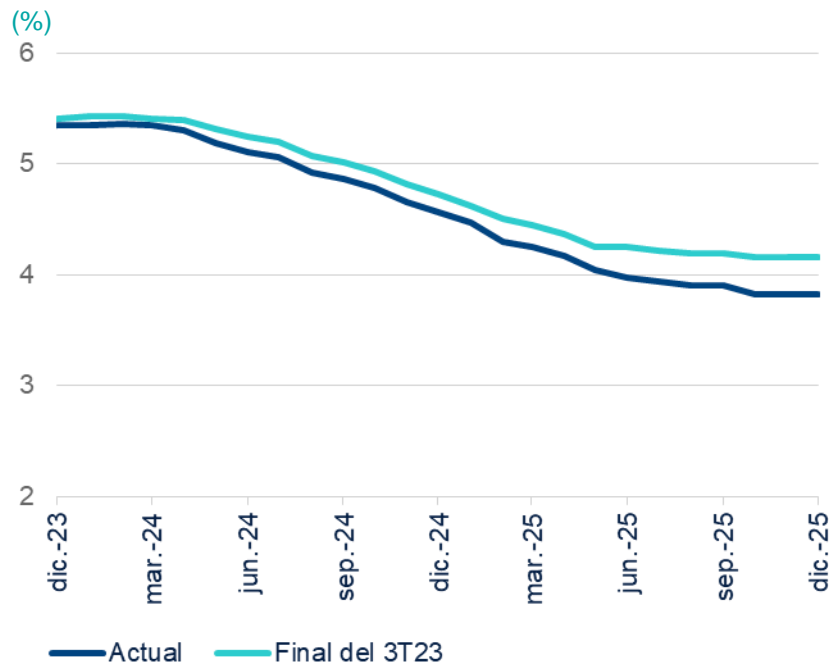


(\*) Estímulo fiscal “excesivo”: diferencia entre el saldo primario ajustado cíclicamente y el saldo primario de equilibrio (calculado como la relación típica entre el saldo primario ajustado cíclicamente y el crecimiento del PIB en el período 2001-2023).

Fuente: BBVA Research basado en datos del FMI y AMECO.

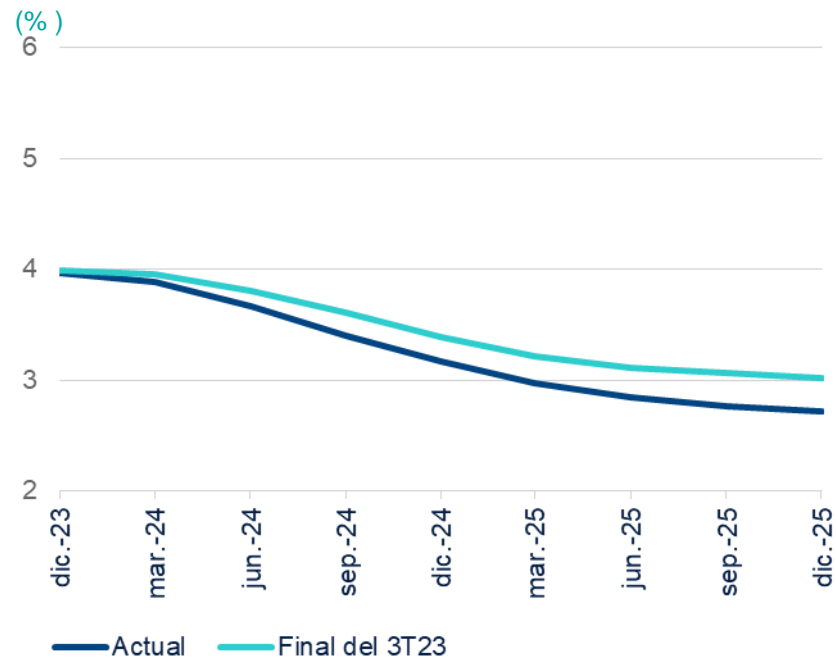
## A pesar del tono agresivo de la Fed y del BCE, los mercados descuentan ciclos de relajación monetaria más tempranos y significativos

### FED: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS FUTUROS



Fuente: BBVA Research basado en datos de Bloomberg.

### BCE: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS FUTUROS (\*)



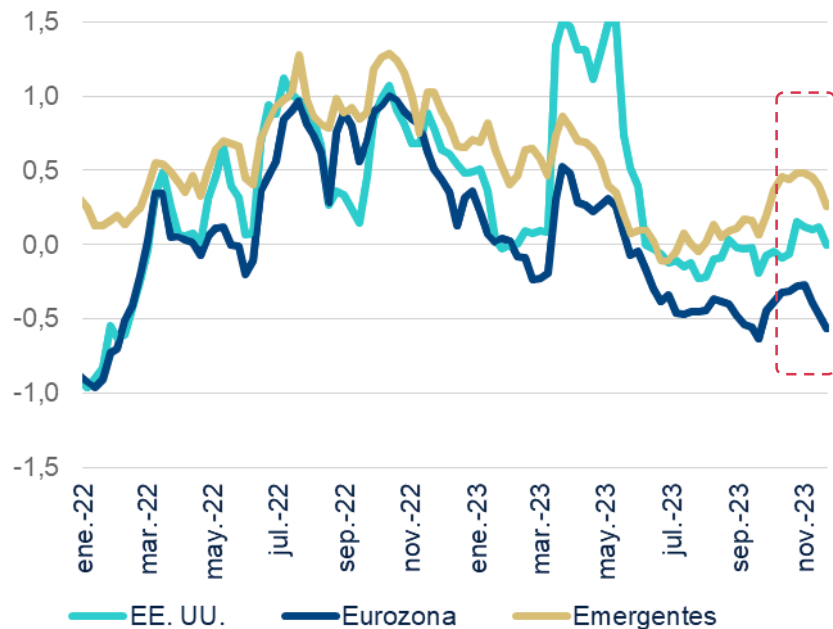
(\*) Tipos de interés de la facilidad de depósito del BCE.

Fuente: BBVA Research basado en datos de Bloomberg.

# Caídas en las tensiones financieras y los rendimientos soberanos, positivas para la inflación y el recorte de tipos, pero los mercados siguen volátiles

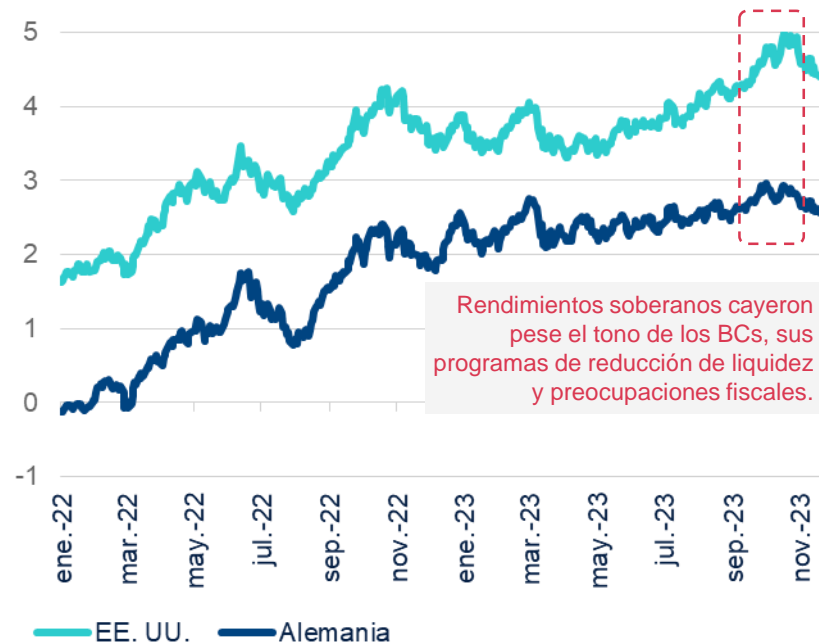
## ÍNDICE DE TENSIONES FINANCIERAS

(ÍNDICE: MEDIA HISTÓRICA = 0)



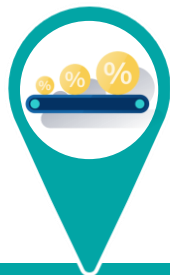
## RENDIMIENTOS SOBERANOS A 10 AÑOS

(%)



# Un aterrizaje suave del crecimiento y de la inflación allanará el camino para bajadas de los tipos, que están más cerca pero aún no son inminentes

## ESCENARIO BASE DE BBVA RESEARCH



Moderación del crecimiento e inflación

Desaceleración gradual por menor demanda, si no hay nuevos choques de oferta; los riesgos siguen siendo significativos



Bancos centrales cautelosos

Los tipos de la Fed y BCE han tocado techo, pero no habrá recortes antes de jun-24; la liquidez se seguirán reduciendo



Volatilidad financiera

Volatilidad elevada ante tipos elevados, tono agresivo de los bancos centrales e incertidumbre



Tensiones geopolíticas

Riesgos crecientes, pero sin efectos económicos significativos: impacto limitado del conflicto en Oriente Medio en los precios de la energía

# El crecimiento mundial será modesto, mientras que la inflación y los tipos caerán sin volver a los (bajos) niveles prepandémicos en los próximos años

## BBVA RESEARCH ESCENARIO BASE: CRECIMIENTO PIB, INFLACIÓN Y TIPOS DE INTERÉS (\*) (\*\*)

(CRECIMIENTO PIB: %; INFLACIÓN: A/A %, FIN DE PERÍODO; TIPOS DE INTERÉS: %, FIN DE PERÍODO)



(\*) Se prevé que el crecimiento del PIB mundial se reduzca desde el 3,4 % en 2022 hasta alrededor del 3,0 % (+0,1 pp) en 2023, 3,0 % (0,0 pp) en 2024 y el 3,3 % en 2025, por debajo de la media del período 2000-2022 (3,6 %). (\*\*) En el caso de la eurozona, tipos de interés de las operaciones de financiación.

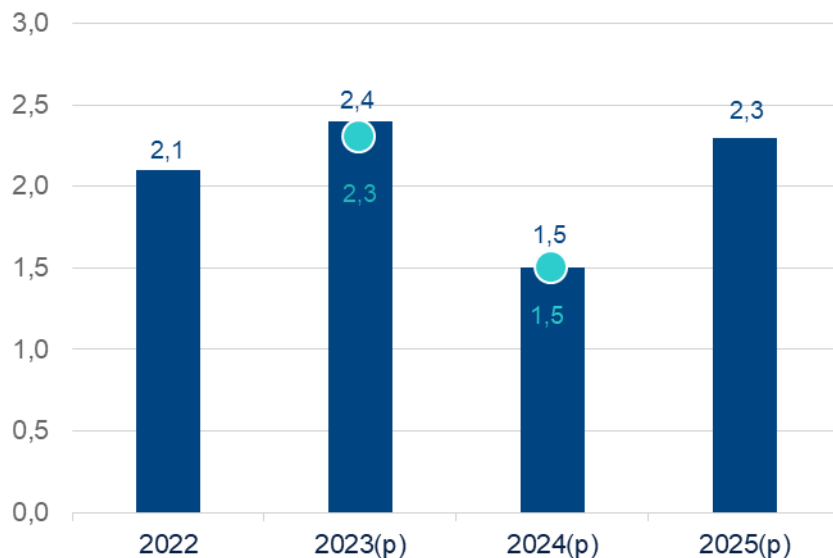
(p): previsión.

Fuente: BBVA Research basado en datos de Bloomberg.

## EE. UU.: la demanda interna apoya el crecimiento en 2023; los tipos altos (pese a posibles recortes desde junio) pesarán más en el crecimiento en 2024

### EE. UU.: CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



■ Previsiones actualizadas (4T23) ● Previsiones anteriores (3T23)

(p): previsión.

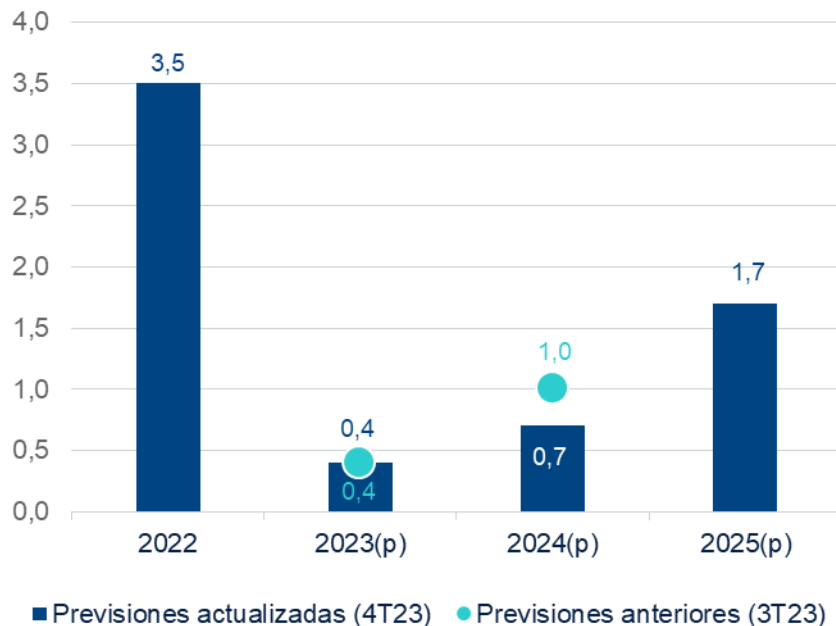
Fuente: BBVA Research

- **Crecimiento de 2023 revisado al alza**, pese a signos de moderación: consumo apoyado por un exceso de ahorro aún significativo y sólidos mercados laborales; la industria manufacturera se está beneficiando de la normalización de los cuellos de botella.
- **Moderación del crecimiento en 2024** principalmente por el efecto retardado del reciente ajuste monetario.
- **Inflación seguirá cayendo** a medida que los mercados laborales sigan moderándose.
- **Fed**: lo más probable es una pausa, con recortes graduales a partir de jun-24; temores de una convergencia incompleta al objetivo del 2 % deben prevenir recortes anteriores.
- **Riesgos**: recesión o estrés financiero debido a tipos altos, elecciones presidenciales y tono expansivo de la política fiscal.

# Eurozona: el crecimiento más suave y la inflación más baja favorecen un recorte de las tasas del BCE a partir de septiembre, algo antes de lo esperado

## EUROZONA: CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



(p): previsión.  
Fuente: BBVA Research

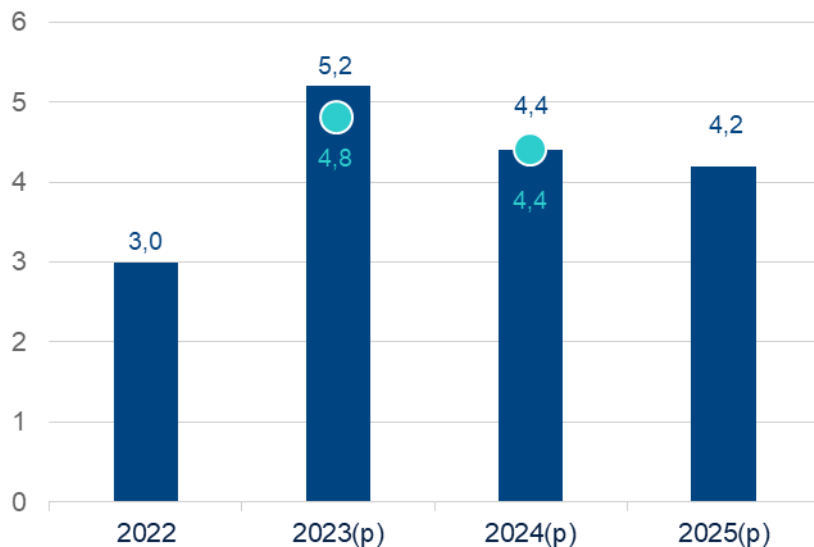
- **Previsiones de PIB:** sin cambios en 2023, pero a la baja en 2024; datos recientes sugieren una recesión (menor) en el 2S23.
- **Inflación revisada a la baja:** las presiones por precios de la energía, política fiscal y dinamismo de los mercados laborales serán compensadas por una caída más pronunciada de la subyacente, en línea con los datos recientes.
- **BCE:** recortes de tasas desde sep-24, cuando la desinflación será más clara; reducción del balance continuará, con el foco en la reinversión del PEPP y nuevo marco operativo.
- **Riesgos:** estanflación y pérdida de competitividad ante altos precios de la energía, y tensiones en mercados de deuda soberana.



## China: los datos recientes sugieren menor riesgo de aterrizaje brusco, pero el crecimiento disminuirá en 2024-25 ya que los retos estructurales persisten

### CHINA: CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



■ Previsiones actualizadas (4T23) ● Previsiones anteriores (3T23)

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research

- PIB de 2023 revisado al alza, en línea con datos que muestran que la demanda mejoró después de la adopción de nuevas medidas de estímulo.
- Se espera ralentización del crecimiento, y un frenazo brusco sigue siendo un riesgo, por las tensiones en mercados inmobiliarios, deuda de gobiernos locales y otros problemas estructurales (trampa de la renta media, envejecimiento, tensiones con EE. UU., etc.).
- La inflación sigue cercana a cero, pero se prevé que converja al 2 % por estímulos económicos y mejora de la confianza.
- Riesgos: fuerte desaceleración del crecimiento, deflación y recesión de balances, y tensiones geopolíticas.

# Riesgos: las tensiones geopolíticas se añaden a preocupaciones sobre posibles efectos de inflación y tipos elevados y frenazo abrupto en China

## Riesgos de inflación y altos tipos de interés

Precios de la energía más altos por **conflictos en Oriente Medio y Ucrania**

Fuerte demanda debido al **gasto público** (escasa consolidación fiscal)

Fuerte demanda debido al **gasto privado** (solidez mercados laborales)

## Riesgos de tensiones financieras

**Volatilidad financiera** y aversión al riesgo

Tensiones en **mercados de deuda soberana**

Tensiones en **mercados de deuda privada**

## Riesgos de desaceleración global

**Estanflación**, principalmente en la eurozona y otros importadores de energía

**Recesión**, incluyendo (pero no sólo) en los EE. UU.

**Frenazo abrupto en China**, con riesgos de recesión de balances y deflación





# Incertidumbre sobre factores económicos, políticos, geopolíticos y climáticos

## Incertidumbre económica

**Inflación**

**Política monetaria:**  
efectos, nivel neutral, etc.

**Consolidación  
fiscal**

## Incertidumbre política

**Elecciones  
en EE. UU.**

**Tensiones  
políticas**

**Populismo  
y tensiones sociales**

## Incertidumbre geopolítica

**Conflicto  
Israel-Hamás**

**Guerra  
Ucrania-Rusia**

**Rivalidad EE.UU.-China:  
desglobalización, Taiwán**

## Incertidumbre climática

**Efectos de El Niño**

Otras **alteraciones y  
choques climáticos**

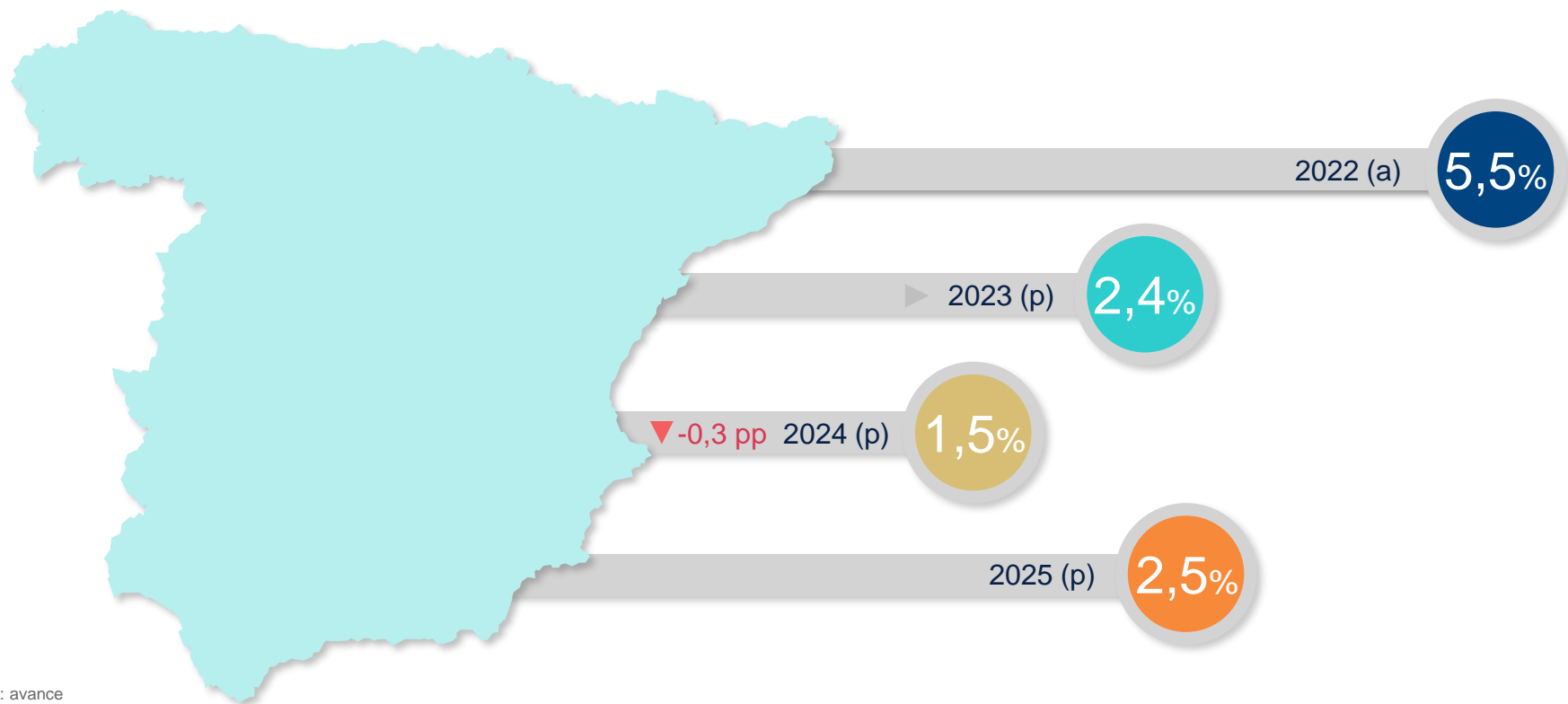
Políticas de **transición  
energética**

02

# Situación España

## Noviembre 2023

## Se mantiene la previsión de crecimiento para 2023, se revisa a la baja la de 2024 y se espera una aceleración en 2025



(a): avance  
(p): previsión.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

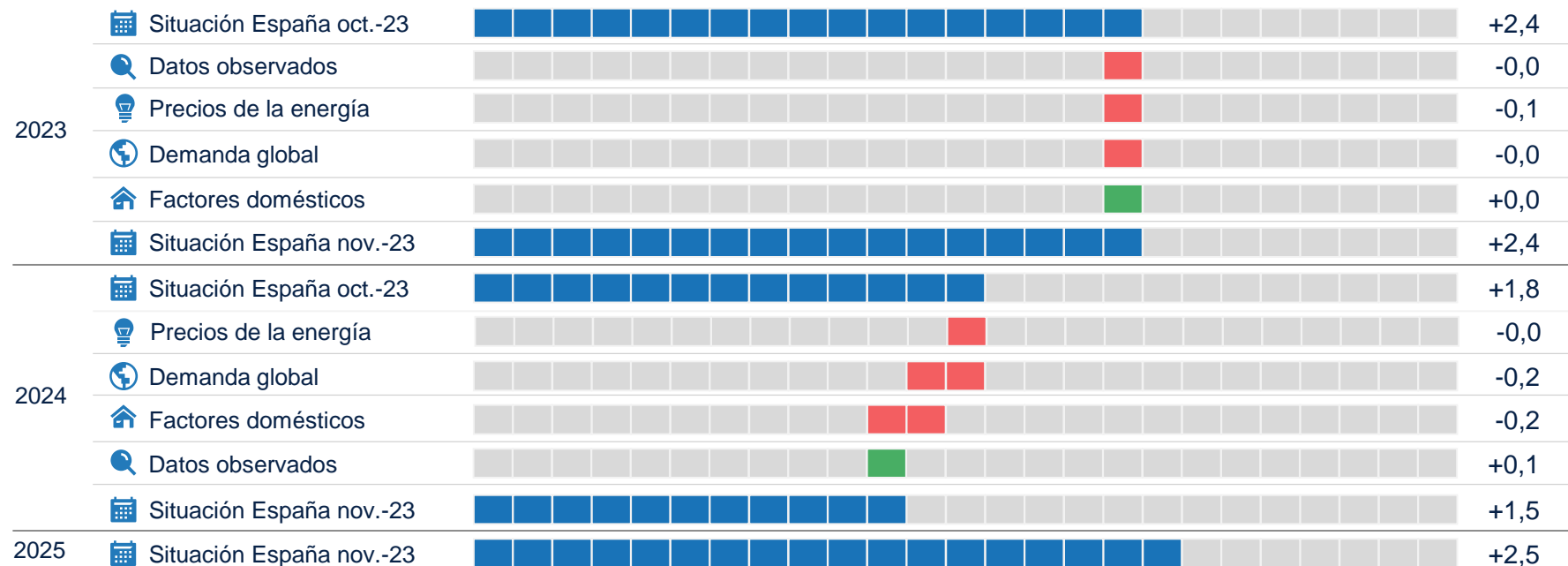
▲ Previsión revisada al alza ▶ Previsión sin cambios ▼ Previsión revisada a la baja

# Deterioro moderado de las perspectivas de crecimiento en 2024

La revisión de los datos y el peor escenario en Europa introducen un sesgo negativo en 2024

## VARIACIÓN EN PREVISIONES DEL PIB DE ACUERDO A CONTRIBUCIONES POR FACTORES

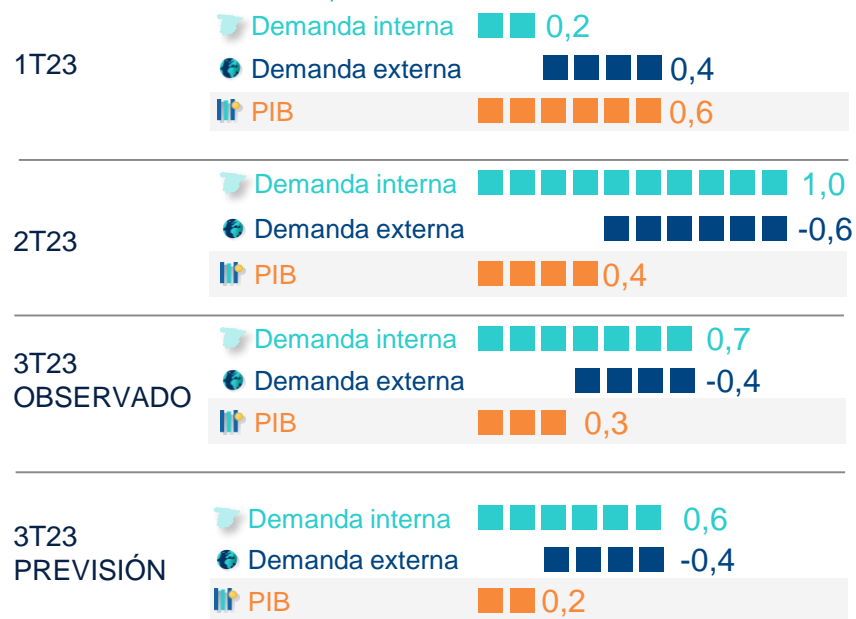
(%)



# La economía parece ir algo mejor de lo esperado

Los datos apuntan a un cambio en la composición del crecimiento hacia la demanda interna

## DATOS OBSERVADOS Y PREVISIONES MACROECONÓMICAS (CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB. %)



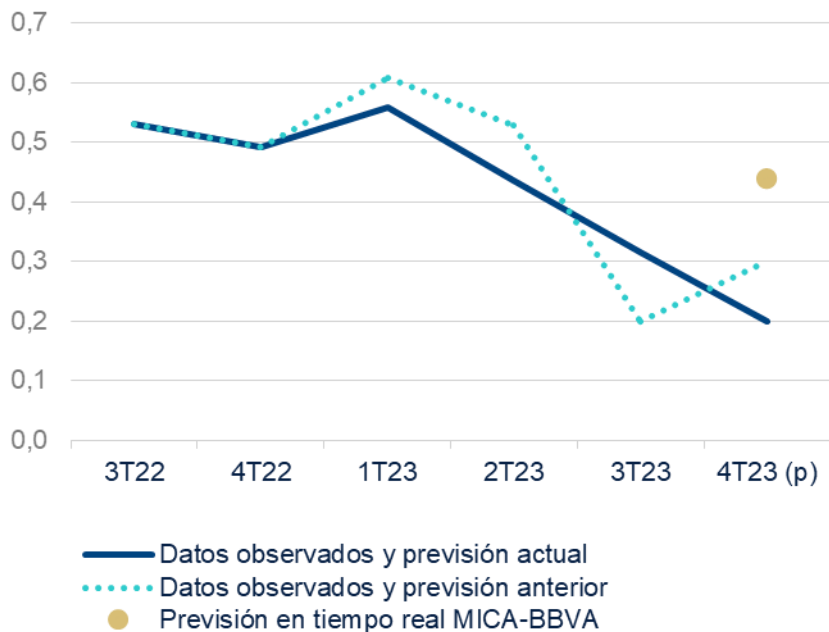
- El INE ha adelantado que el avance del PIB en el 3T23 habría sido del 0,3 % trimestral (1,8 % interanual), algo muy similar a lo esperado (0,2 %).
- El consumo doméstico ha ganado participación en detrimento de las exportaciones, que han caído o se han estancado.
- Todo ello en entorno donde la inversión privada no muestra tendencia alguna.

## La economía parece ir algo mejor de lo esperado

Aunque el crecimiento se desacelera, la economía continúa creando empleo

### VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL DEL PIB

(%)



(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE.

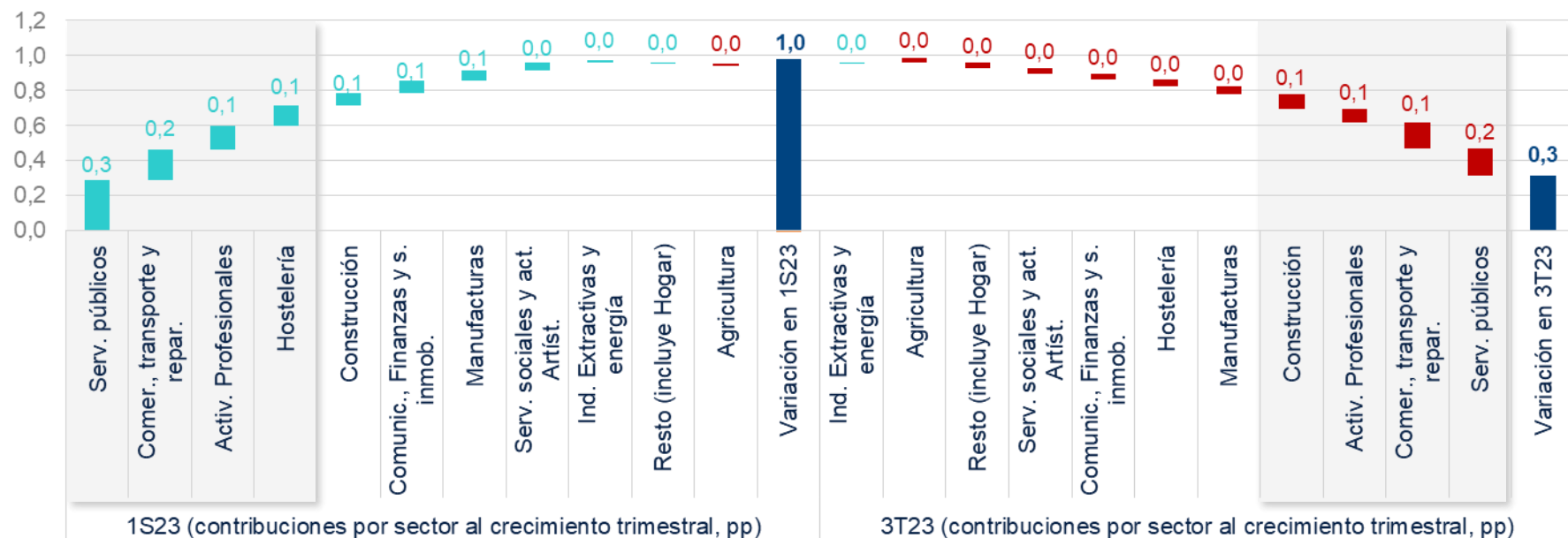
- El crecimiento en 4T23 podría estar alrededor del 0,2 % trimestral, lo que implicaría que el promedio del año acabaría en el 2,4 %.
- La evolución de la afiliación a la Seguridad Social apunta a que **el ritmo de la creación de empleo se mantendría** durante la última parte del año.
- Se percibe una moderación del consumo privado en el 4T23 (0,4 % trimestral), y sorprende la fortaleza de las exportaciones de los servicios turísticos (0,9 %). Mientras, la inversión (0,6 %) y las ventas de bienes al exterior (1,0 %), podrían corregirse al alza tras los datos decepcionantes observados hasta el tercer trimestre del año.



## La economía parece ir algo mejor de lo esperado

El empleo se sostiene en los servicios y se desacelera en las AA. PP.

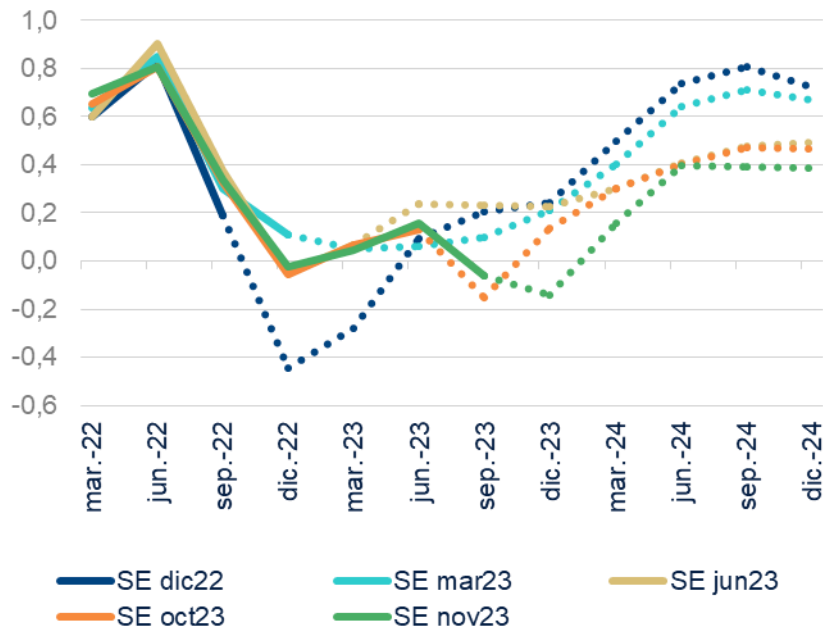
### CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN PROMEDIO TRIMESTRAL DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL ENTRE 1S23 Y 3T23 (DATOS CVEC. PP)



# Se revisa a la baja el crecimiento en 2024

Deterioro en las perspectivas de la UEM

## PREVISIONES DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN EUROPA (VARIACIÓN TRIMESTRAL EN %)



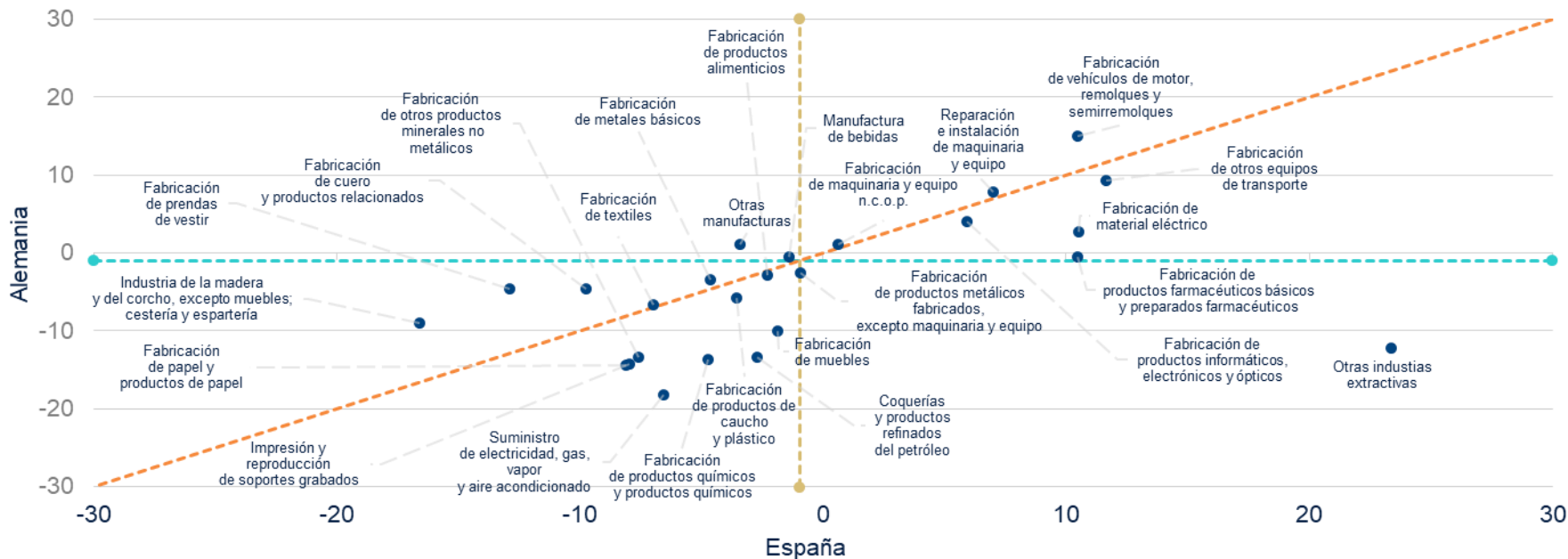
- La previsión de crecimiento promedio para la UEM se revisa a la baja 0,3 pp en 2024, hasta el 0,7 %.
- Persisten las caídas de la actividad en varios países de Europa, particularmente en la industria, a lo que se añade un tono contractivo de la política fiscal en Europa en 2024 por primera vez desde el inicio de la pandemia.
- El BCE tendrá que asegurarse que la disminución de la inflación sea sostenida en el tiempo, lo que impedirá que los tipos de interés de política monetaria bajen antes del último semestre de 2024.

# Se revisa a la baja el crecimiento en 2024

## Debilidad de la industria europea

### ESPAÑA Y ALEMANIA: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL, DIVISIONES NACE

(%, DATOS CVEC, CAMBIO PROMEDIO ENTRE ENE-SEP 2023 Y ENE-SEP 2022)



Nota: *Fabricación de productos del tabaco* ha sido excluido del gráfico, debido a que no hay información disponible para España. Alemania: 6,6 %.

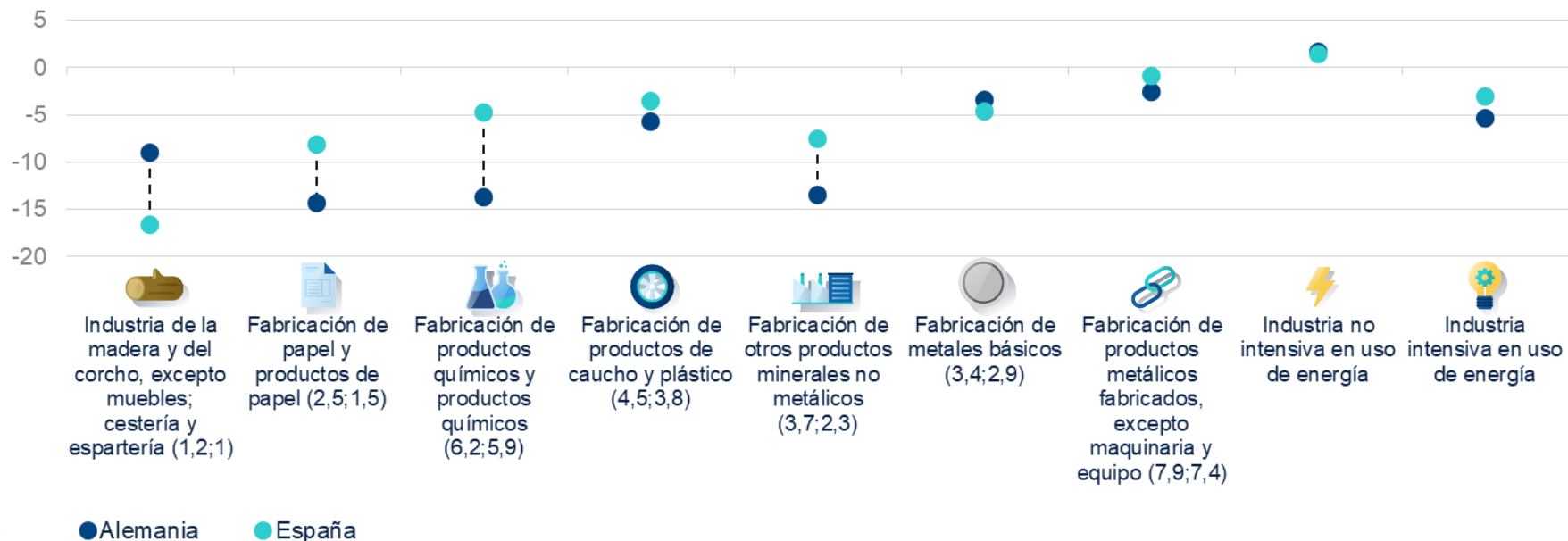
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

# Se revisa a la baja el crecimiento en 2024

La producción industrial en los sectores intensivos en el uso de energía cae con fuerza

## ESPAÑA Y ALEMANIA: ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL, INDUSTRIAS INTENSIVAS EN USO DE ENERGÍA

(%, DATOS CVEC, CAMBIO PROMEDIO ENTRE ENE-SEP 2023 Y ENE-SEP 2022)



\*Industrias intensivas en uso de energía incluye también: Fabricación de productos alimenticios (11,9; 4,9), Fabricación de bebidas (3,3; 0,8) y Fabricación de productos del tabaco (Peso ALE: 0,25).

Entre paréntesis, peso de la división en el índice de producción total, España a la izquierda y Alemania a la derecha.

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat, INE y Haver Analytics.

## Se revisa a la baja el crecimiento en 2024

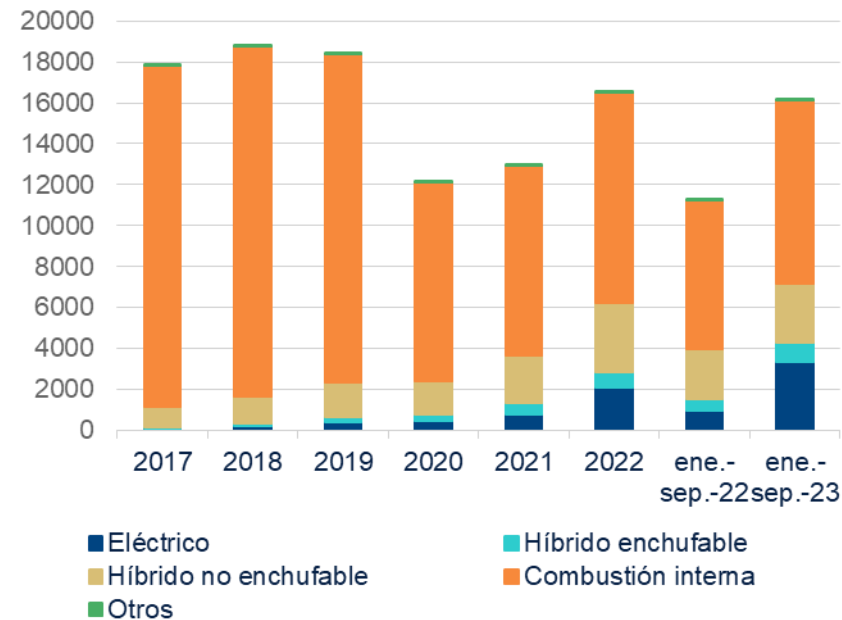
Aumentan las importaciones de vehículos eléctricos chinos para cubrir la creciente demanda

### IMPORTACIONES ESPAÑOLAS DE AUTOMÓVILES ELÉCTRICOS POR PROCEDENCIA (% DEL TOTAL)



(\*): Suma de las importaciones procedentes de Francia, Países Bajos, Alemania e Italia  
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex.

### ESPAÑA: IMPORTACIONES DE AUTOMÓVILES, POR TIPO DE MOTOR (VALORES NOMINALES, EN MILLONES DE EUROS)

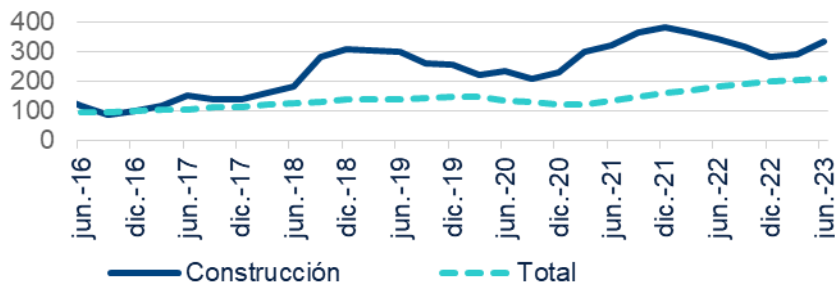


## Se revisa a la baja el crecimiento en 2024

A pesar del crecimiento de la participación laboral, persisten rigideces en el mercado laboral

### VACANTES POR SECTOR DE ACTIVIDAD

(PROMEDIO ANUAL, 2016=100)



### EDAD MEDIA DE LOS OCUPADOS (AÑOS)

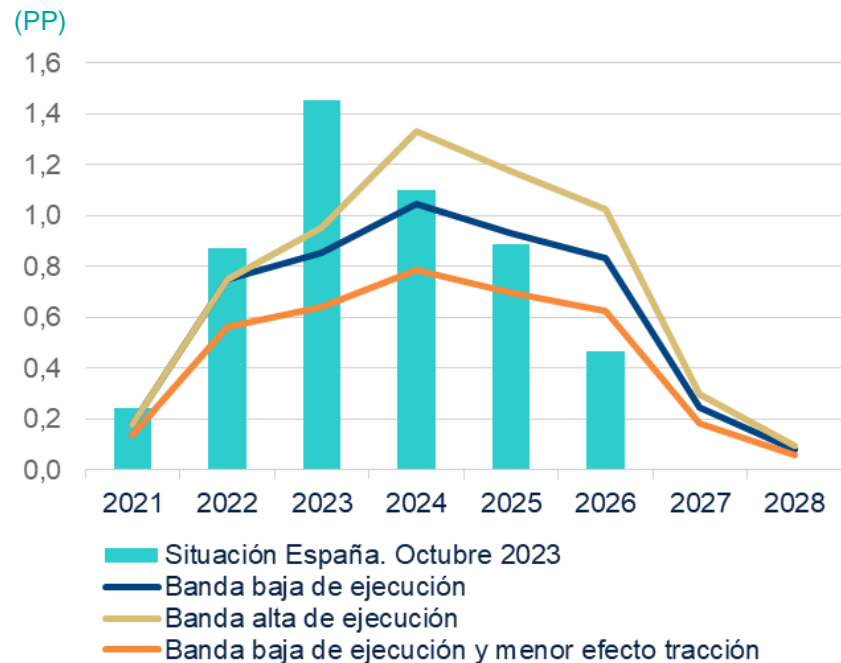


- **Persisten los problemas de oferta** en la industria, algunos servicios y la construcción.
- Conforme se ha reducido la tasa de paro, a las empresas les cuesta cada vez más encontrar trabajadores con una formación en línea con lo que necesitan.
- **A la falta de capital humano en algunos sectores**, en particular en la construcción, se le une un **problema de relevo generacional** en el corto y medio plazo.

## Se revisa a la baja el crecimiento en 2024

La ejecución de los fondos del Plan de Recuperación está yendo peor de lo esperado

### IMPACTO DE LAS TRANSFERENCIAS VINCULADAS A LOS FONDOS NGEU EN EL CRECIMIENTO DEL PIB (PP)



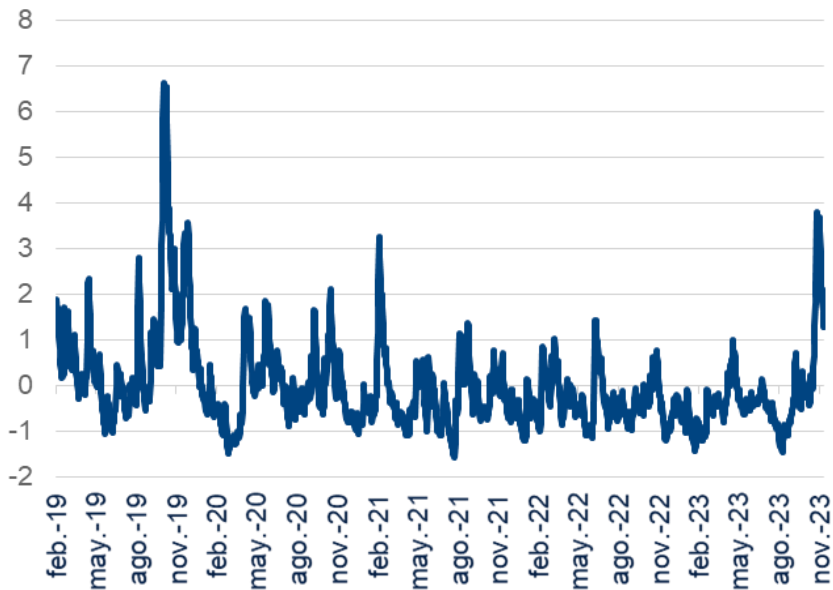
- La inversión puede verse especialmente afectada por un entorno de **tipos de interés elevados**, un **menor efecto tractor de los fondos del NGEU** que lo esperado y la **incertidumbre sobre la política económica**.
- La **lentitud en la licitación y adjudicación de los proyectos** apuntan a que la contribución al crecimiento de estos recursos en el período 2023 a 2025 estará por debajo de lo inicialmente estimado.
- Se prevé que en 2023 lleguen a la economía entre 13.000 y 15.000 millones de euros, por lo que **se rebaja su impacto en el crecimiento del PIB del año en curso hasta 1 pp.**

# Se revisa a la baja el crecimiento en 2024

La incertidumbre de política económica podría aumentar

## ESPAÑA: ÍNDICE DE PROTESTAS

(MEDIA MÓVIL DE 28 DÍAS, DATOS NORMALIZADOS)



Valores inferiores a -1 se etiquetan como "bajos", valores superiores a 1 e inferiores a 3 se etiquetan como "altos", valores superiores a 3 se etiquetan como "extremos" y, en caso contrario, el indicador se considera "neutro". Último dato 28-noviembre-2023

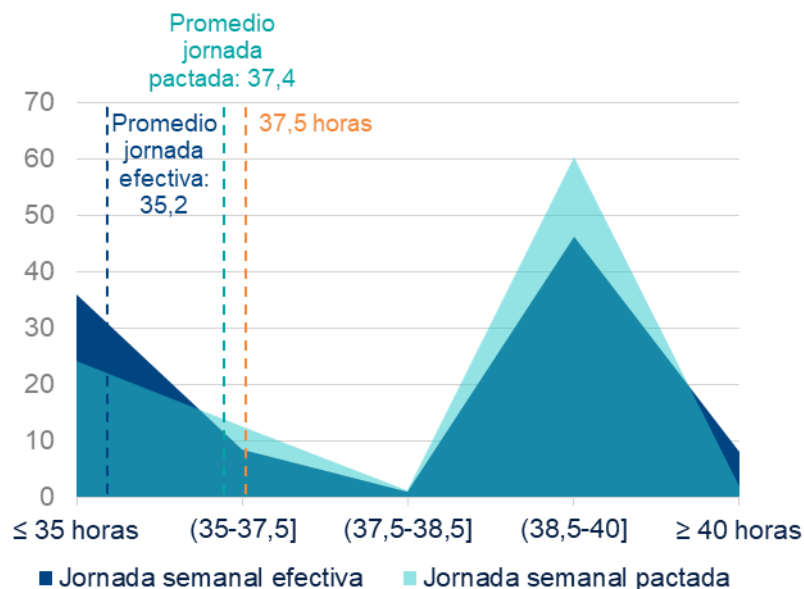
Fuente: BBVA Research.

- La política económica añade incertidumbre sobre la evolución futura de los costes laborales, la carga fiscal y el coste de financiación del Tesoro.
- Entre las medidas incluidas en los diversos acuerdos de gobierno están nuevas subidas en el SMI; modificaciones a las indemnizaciones por despido; reducciones en la jornada laboral máxima legal y posibles cambios en la deuda entre administraciones públicas.
- Los próximos PGE probablemente se aprobarán ya entrado 2024, lo que reducirá el tiempo necesario para lograr la consolidación fiscal comprometida.



# Las medidas de política económica anunciadas pueden suponer un incremento de los costes laborales y fiscales

## DISTRIBUCIÓN DE LA JORNADA SEMANAL EFECTIVA Y PACTADA\* (4T22 – 3T23, % DE ASALARIADOS)



- La reducción de la jornada laboral máxima legal podría afectar a **8 millones de asalariados que durante el último año tenían una jornada semanal efectiva y pactada mayor que 37 horas y media (el 53,6 % del total\*)**.
- El grueso de los asalariados que trabajan más de 37 horas y media se sitúa en el tramo entre 38 horas y media y 40 horas ⇒ buena parte de las repercusiones de la reducción de jornada se concentrarán en 2024.
- El 'exceso de horas trabajadas', entendido como la diferencia entre la jornada efectiva y el nuevo límite propuesto, alcanza las 29,1 millones de horas semanales en el último año, (el 5,5 % del total de horas efectivas).

\*Asalariados que han trabajado en la semana de referencia y conocen tanto su jornada efectiva como pactada.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

# Las medidas de política económica anunciadas pueden suponer un incremento de los costes laborales y fiscales

## DISTRIBUCIÓN DE LOS ASALARIADOS QUE TIENEN HORAS EFECTIVAS PACTADAS > 37,5 HORAS SEMANALES\* (GRUPOS DE POBLACIÓN, 4T2022-3T2023)



### Características del trabajador



HOMBRES  
**62,9%**



ENTRE  
35 Y 54 AÑOS  
**56,1%**



NACIONALIDAD  
ESPAÑOLA  
**83,4%**



EDUCACIÓN  
SECUNDARIA  
**52,3%**

ANDALUCÍA  
**14,7%**



CATALUÑA **18,9%**  
MADRID **17,6%**



### Características del puesto de trabajo



TÉCNICOS **27,1%**



RESTAURACIÓN  
Y COMERCIO **18,5%**



CUALIFICADOS DE  
MANUFACTURAS Y  
CONSTRUCCIÓN **14,3%**



CONTRATO  
INDEFINIDO **88,1%**

#### ANTIGÜEDAD DE MÁS DE 10 AÑOS



EN EL CONTRATO **31,2%**

EN LA EMPRESA **34,7%**



### Características de la empresa



COMERCIO Y  
REPARACIÓN DE  
VEHÍCULOS DE MOTOR **26,0%**



INTERM. FINANCIERA,  
SEGUROS,  
ACT. INMOBILIARIAS,  
SS PROFESIONALES,  
CIENTÍFICOS Y OTROS **13,9%**

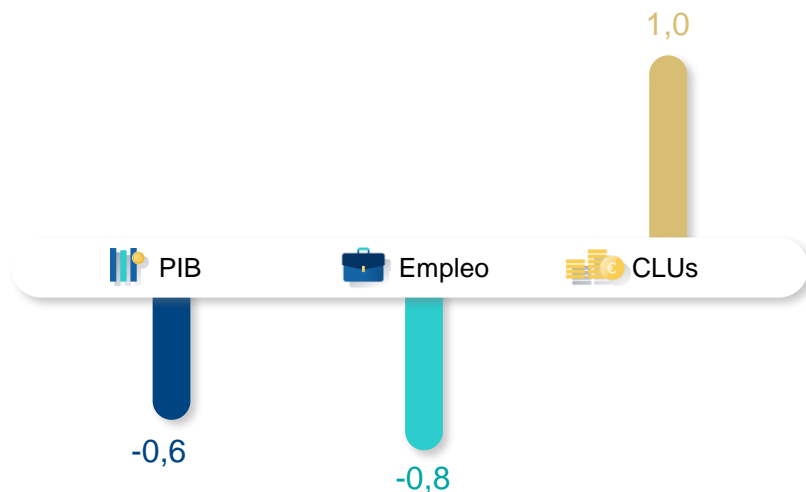


TRANSPORTE,  
INFORMACIÓN Y  
COMUNICACIÓN **11,6%**

\*Asalariados que han trabajado en la semana de referencia y conocen tanto su jornada efectiva como pactada.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

## Las medidas de política económica anunciadas pueden suponer un incremento de los costes laborales y fiscales

### IMPACTO POTENCIAL DE UN AUMENTO DEL COSTE LABORAL DEL 1,5 % SOBRE EL CRECIMIENTO MEDIO ANUAL DEL PIB, EL EMPLEO Y LOS CLUs EN EL BIENIO 2024-2025\* (%)

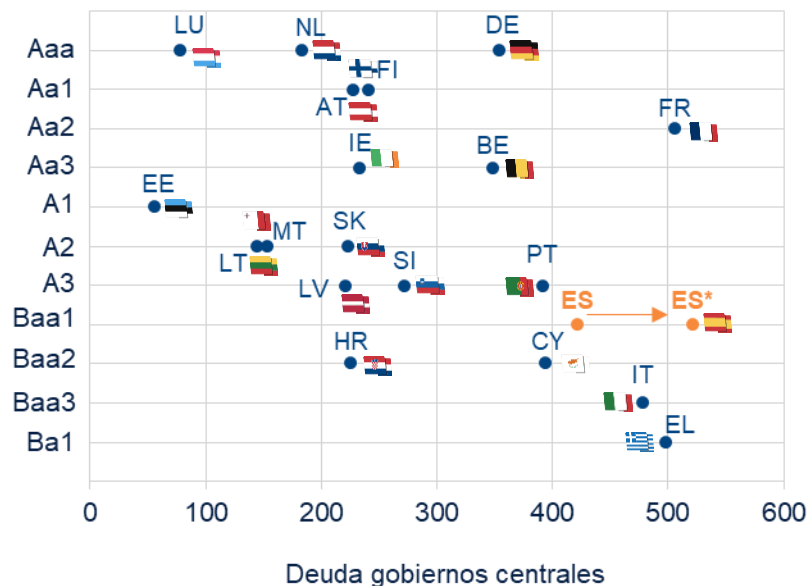


- Sin medidas compensatorias que alivien el aumento estimado de los costes laborales (1,5 % del PIB), el recorte del tiempo de trabajo restaría en torno a 6 décimas al crecimiento medio anual del PIB durante el próximo bienio y 8 décimas al del empleo.
- Antes de su aprobación, sería necesario realizar una evaluación detallada de los efectos potenciales de la propuesta y hacer partícipes a los interlocutores sociales en el diseño y futura ejecución.
- Políticas orientadas a minorar los costes no salariales e incentivar la cooperación entre empresas y trabajadores contribuirían a acentuar los efectos positivos de la reforma, mitigar los negativos y mejorar la posición competitiva de la economía española.

\*Se asume que la reducción de la jornada laboral máxima legal entra en vigor a comienzos de 2024. Se estima que supone un incremento del 1,5 % de la participación de los salarios en el PIB. Véase "Propuesta de reducción de la jornada laboral máxima legal: incidencia e impacto potencial", BBVA Research, de próxima publicación.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA).

# Las medidas de política económica anunciadas pueden suponer un incremento de los costes laborales y fiscales

## DEUDA DE LA ADMINISTRACIÓN CENTRAL SOBRE INGRESOS NO FINANCIEROS ORDENADAS POR CALIFICACIÓN CREDITICIA (%)



- La posibilidad de facilitar la condonación de parte de la deuda autonómica podría tener un impacto relevante en la economía.
- Esta iniciativa introduce un riesgo moral si antes no se acuerda un marco institucional creíble que evite que los gobiernos regionales vuelvan a acumular desequilibrios en el futuro.
- Sin medidas adicionales que mejoren la posición financiera del Estado, el coste de emisión de la deuda soberana aumentaría.

Nota: nomenclatura de la calificación crediticia según Moody's

(\*) Ingresos de la administración central netos de los cedidos a las haciendas territoriales.

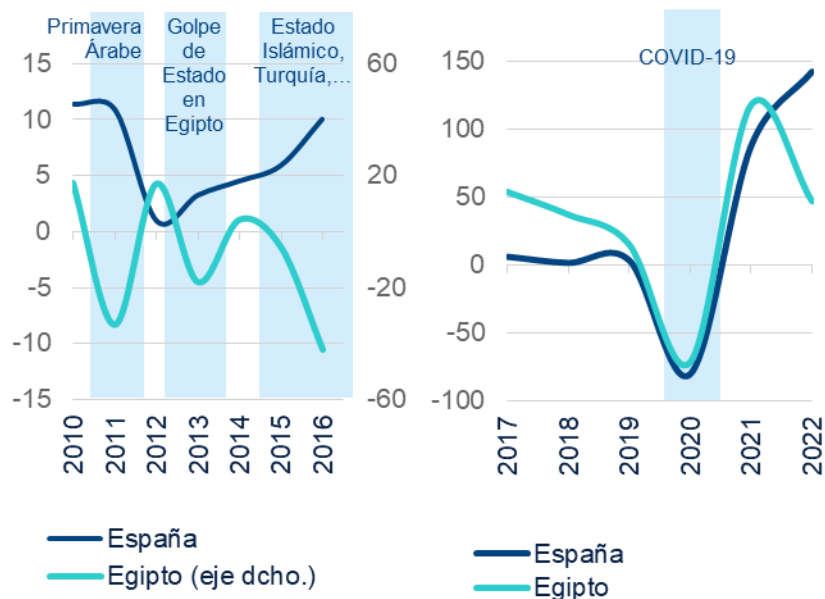
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat, Ministerio de Hacienda y Moody's.

## Factores que apoyarán el crecimiento hacia 2025

La inestabilidad en Medio Oriente puede mejorar las perspectivas del turismo

### TURISTAS EXTRANJEROS EN ESPAÑA Y EGIPTO

(CRECIMIENTO ANUAL, %)



- Es posible que la tensión que se vive en la franja de Gaza redirija hacia España una parte del turismo que de otra manera habría visitado el norte de África o Medio Oriente.
- Este nuevo foco de incertidumbre geopolítica podría tener efectos similares, aunque más moderados, que los observados, por ejemplo, durante la “primavera árabe” o el golpe de Estado en Egipto en 2013.
- En todo caso, la noticia más positiva para el sector viene por la relajación de las restricciones que habrían limitado su crecimiento.

## Factores que apoyarán el crecimiento hacia 2025

El sector turístico puede tener más capacidad de crecimiento de la que se percibía

### NÚMERO DE PLAZAS ESTIMADAS Y GRADO DE OCUPACIÓN POR PLAZAS, POR CATEGORÍA Y VISADOS DE HOTELES\*

(VARIACIÓN ENE-SEP.23 VS ENE-SEP.19 EN %)



VISADOS HOTELES\*\*

SUPERFICIE VISADA  
**55,8**

- La posición del sector turístico mejorará durante los próximos meses, entre otras cosas, gracias a la progresiva aceleración de la actividad en los países de origen, y al aumento de la capacidad de crecimiento por la inversión y la inmigración.
- El flujo de personas provenientes de otros países, junto con el incremento de la tasa de participación de los residentes en España, ha permitido una **mayor creación de empleo en el sector**.
- Existe **espacio de crecimiento** en el número de plazas hoteleras de 4 y 5 estrellas, que es, precisamente, donde está aumentando más la inversión.

\*Visados de edificios destinados al turismo recreo y deporte

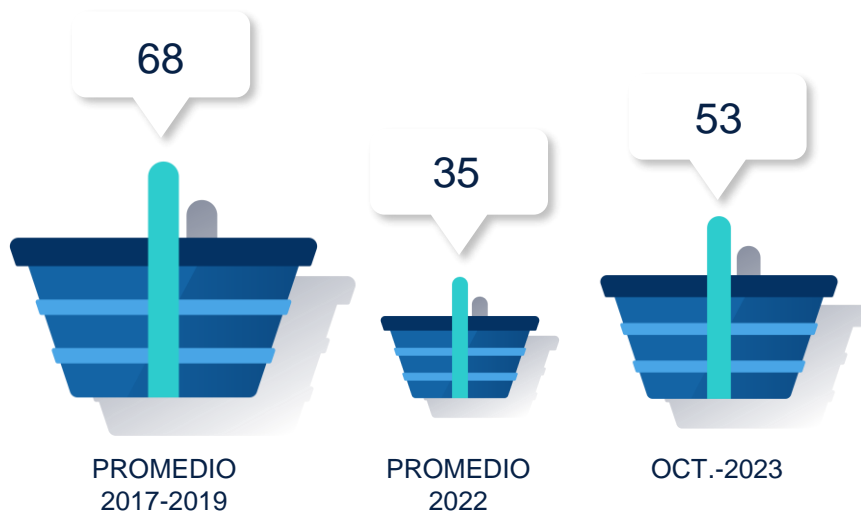
\*\* Acumulado enero - agosto

Fuente: BBVA Research a partir de INE y MITMA.

## Factores que apoyarán el crecimiento hacia 2025

La inflación ha ido en línea con lo esperado, salvo por el encarecimiento del petróleo en sep-23

### PORCENTAJE DE BIENES DE LA CESTA DE CONSUMO QUE SOPORTAN UNA INFLACIÓN MENOR O IGUAL AL 2% (%)

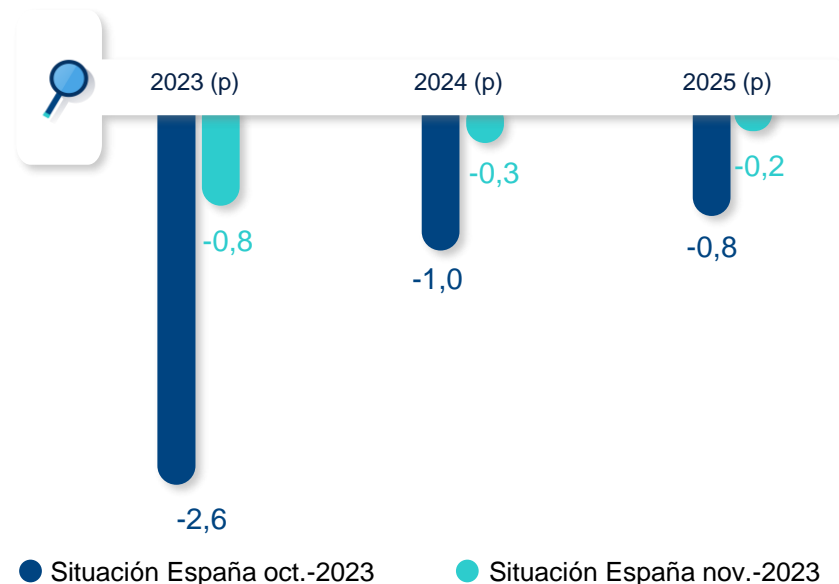


- La inflación muestra señales de que la moderación que se observa será sostenida, en ausencia de sorpresas en el precio de la energía.
- El porcentaje de bienes y servicios que muestra crecimientos de precios por debajo del 2 % se ha incrementado 18 pp entre el promedio de 2022 y octubre de 2023, lo que apunta a una consolidación del cambio de tendencia de la inflación que confirman otros indicadores.
- Esto se produce en un entorno donde se espera un crecimiento moderado del empleo y un aumento de los salarios pactados en convenio que debería estar entre el 4 y el 5 %.

## Factores que apoyarán el crecimiento hacia 2025

La revisión a la baja de los tipos se une a la percepción de un menor impacto del previsto

### CONTRIBUCIÓN DEL CAMBIO EN LOS TIPOS DE INTERÉS REALES AL CRECIMIENTO DEL CONSUMO PRIVADO\* (PP)



(p): Previsión.

(\*) Tipos de interés del saldo vivo de crédito hipotecario deflactados por el deflactor del consumo privado.

Fuente: BBVA Research a partir de BdE e INE.

- El consumo de los hogares se verá apoyado por la **recuperación de parte del poder adquisitivo perdido en 2022 y 2023**.
- El gasto corriente de las familias se beneficiará de mejoras en su riqueza, de la normalización de la tasa de ahorro, de un balance menos sensible al incremento en los tipos de interés y de la demanda embalsada de automóviles.
- El envejecimiento de la población está haciendo que los hogares tengan menos endeudamiento y acumulen más activos. Esto parece estar **reduciendo el impacto del incremento en los tipos de interés sobre su gasto**.

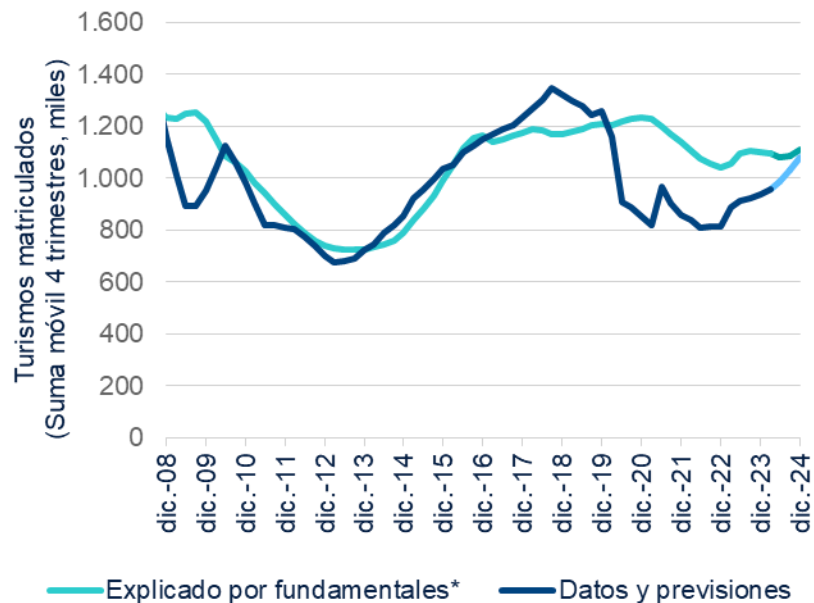


# Factores que apoyarán el crecimiento hacia 2025

Hay una demanda embalsada de automóviles

## MATRICULACIONES DE TURISMOS

(SUMA MÓVIL 4 TRIMESTRES. MILES DE UNIDADES)



- La decisión de comprar automóviles se ha **retrasado** como consecuencia de la incertidumbre regulatoria, de la pandemia, de las interrupciones en las cadenas de valor (particularmente, de la falta de suministro de semiconductores), del incremento en el precio del combustible o de las dudas respecto a la transición hacia el vehículo eléctrico.
- Casi todos estos factores se han venido resolviendo o continuarán haciéndolo durante los próximos meses. Esto permitirá una **recuperación de las ventas de automóviles**.

(\*) Renta per cápita, precio relativo de los carburantes, tasa de desempleo, tipo de interés promedio de los nuevos préstamos al consumo.

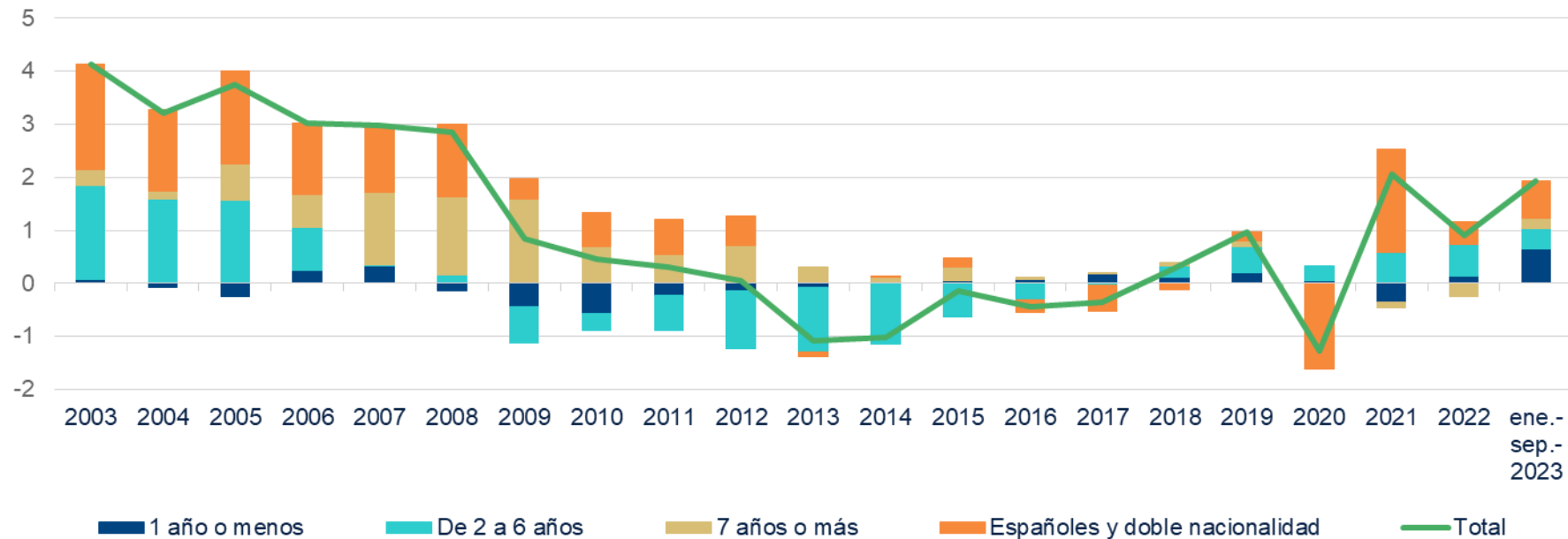
Fuente: BBVA Research a partir de Ideauto e INE.

## Factores que apoyarán el crecimiento hacia 2025

La población activa crece por la incorporación de españoles y de residentes de larga duración

### CONTRIBUCIÓN POR NACIONALIDAD Y TIEMPO DE RESIDENCIA AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA POBLACIÓN ACTIVA

(% Y PP)



# Necesidad de reformas que incrementen la inversión y reduzcan el desempleo, además de mejorar la productividad y los salarios



## IMPULSAR LA INVERSIÓN

- Se mantiene la tendencia al desapalancamiento y el balance superavitario de las empresas. ¿Falta de proyectos rentables?.
- Pobre evolución de la formación bruta de capital.
- El paro continúa elevado y la productividad por hora trabajada ha sido decepcionante.



- Reducir la incertidumbre.
- Avanzar en la flexibilización del mercado laboral y mejorar la formación de empleados y parados.
- Eliminar cuellos de botella que estén limitando la transición hacia un modelo medioambiental y socialmente sostenible.



## SEQUÍA

- Se mantienen los riesgos asociados al clima.
- La falta de agua destruye empleo en el sector agroalimentario y aumenta la presión sobre los precios de los alimentos.
- Una sequía persistente puede extender los impactos más allá del sector agroalimentario.



## CONSOLIDACIÓN FISCAL

- Es necesario un plan de ajuste a medio plazo.
- Evaluación general y constante del gasto.
- Priorización de las medidas impositivas que tengan menor impacto en la economía.

03

# Previsiones

# Previsiones

% a/a	2022	2023 (p)	2024 (p)	2025 (p)
<b>Gasto en consumo final nacional</b>	3,4	2,3	1,6	1,8
Consumo privado	4,7	2,2	1,7	2,0
Consumo público	-0,2	2,7	1,4	1,4
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	2,4	1,8	4,5	8,4
Equipo y maquinaria	1,9	-0,4	5,1	9,8
Construcción	2,6	3,0	3,5	8,0
Vivienda	1,4	0,9	2,3	8,3
<b>Demanda interna*</b>	<b>2,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>
<b>Exportaciones</b>	15,2	0,8	1,8	4,2
Exportaciones de bienes	4,5	-2,3	2,1	4,5
Exportaciones de servicios	48,6	8,6	1,1	3,6
Consumo final de no residentes en el territorio económico	117,8	11,2	1,6	2,9
<b>Importaciones</b>	7,0	-0,3	3,3	6,0
<b>Demanda externa*</b>	<b>2,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>
<b>PIB real pm</b>	<b>5,8</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>

\* Contribución al crecimiento del PIB.

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

# Previsiones

% a/a	2022	2023 (p)	2024 (p)	2025 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,7	3,1	1,9	1,9
Empleo, EPA	3,1	3,0	2,3	2,2
Tasa de paro (% población activa)	12,9	12,2	11,8	11,2
IPC (media anual)	8,4	3,7	3,5	2,3
Deflactor del PIB	4,4	5,9	3,6	2,9
Déficit Público (% PIB)	-4,7	-4,1	-3,7	-3,5

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

# 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).

# Situación España

Noviembre 2023