

# Situación España

Marzo 2024



# Situación y perspectivas de la economía española

Marzo 2024

**Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024 desde el 1,5 % hasta el 2,1 %.** Entre los factores que apoyarán el avance están el descenso observado de los precios del petróleo desde septiembre, del gas y de la electricidad, su impacto sobre la inflación y la corrección subsiguiente de los tipos de interés. Además, la política fiscal está siendo algo más expansiva de lo esperado, al tiempo que la ejecución de los fondos NGEU alcanza una velocidad de crucero. De particular importancia está siendo la fortaleza de las exportaciones de servicios, tanto de los turísticos como, sobre todo, del resto. Asimismo, la inmigración está permitiendo una flexibilización del mercado laboral y explica buena parte del vigor en la creación de empleo y del consumo privado.

**En 2025 se espera que el crecimiento se mantenga alrededor del 2,0 %.** En todo caso, la necesidad de iniciar el ajuste en las cuentas públicas y la mayor debilidad prevista de la economía de la eurozona explican el deterioro en las perspectivas (desde el 2,5 % hace tres meses). A esto se añade el mal comportamiento de la inversión en España, sobre todo en comparación con lo que se observa en el resto de la UEM. La productividad se estanca al tiempo que los costes laborales aumentan, lo que puede limitar el avance del empleo. Persisten restricciones de oferta ante la falta de mano de obra cualificada<sup>1</sup>, o la regulación que impide el crecimiento de la oferta de vivienda, sobre todo, asequible. Finalmente, la incertidumbre de política económica se mantiene elevada.

**El PIB habría acelerado su ritmo de crecimiento en la parte final de 2023 y el inicio de 2024, registrando incrementos cercanos al 0,5 % trimestral.**<sup>2</sup> El avance de la afiliación a la Seguridad Social muestra una mejora progresiva desde el mes de octubre de 2023, después de la desaceleración observada en el tercer trimestre. La información en tiempo real apunta a que el consumo continúa creciendo, tanto el privado (0,5 %, trimestral en el 1T24) como el de las Administraciones Públicas (0,2 %). El gasto de los hogares se apoya en la disminución de la tasa de ahorro, en la creación de empleo y en la incipiente mejora de los salarios reales de los trabajadores. Además, este repunte se da a pesar del aumento en los tipos de interés. Las exportaciones de bienes y servicios también muestran un comportamiento mejor del que se esperaba, sobre todo en un contexto de estancamiento de la actividad económica en algunos de los principales socios comerciales. La producción industrial parece recuperarse, impulsada por la desaparición de cuellos de botella en el sector automotriz, la reducción en el coste de la energía y el transporte, además del punto de inflexión en la oferta del sector agroalimentario. Esto podría hacer que las ventas de bienes al exterior aumentasen por segundo trimestre consecutivo (+1,6 %), acercándose a los niveles observados en el primer trimestre del año anterior.

**De lo más destacado de la recuperación desde 2021 es la aportación de las exportaciones de servicios al crecimiento.** A esto ha ayudado el cambio en los hábitos de consumo de las familias a partir de la pandemia, que han incrementado el peso de los servicios en su gasto. Esto parece una tendencia compartida en las economías desarrolladas y explica, en parte, que el gasto con tarjeta realizado por los extranjeros en España adelante que el consumo de no residentes continuaría avanzando de manera importante en el inicio de año (5,6 % t/t en el 1T24). Asimismo, el resto de exportaciones de servicios parecen continuar avanzando (0,5 % t/t en el 1T24). Además de los cambios en los hábitos de consumo, España ha ganado en competitividad-precio: desde el inicio de la pandemia, el deflactor del PIB ha crecido 1,6 pp menos que el de la eurozona. Esto, en un entorno donde se ha

1: Véase Arellano, A.; García, JR.; Lores, F., Pérez D.C. (2024): El mercado laboral en el sector de la construcción. Disponible en: <https://bitly.ws/3eBxA>

2: Para un análisis sobre los datos de avance de la Contabilidad Trimestral del INE del 4T23, véase Ulloa, C. (2024), El PIB creció el 0,6% t/t en el 4T23 y cerró el 2023 con un avance del 2,5%. Disponible en: <https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/espana-el-pib-crecio-el-06-tt-en-el-4t23-y-cerro-el-2023-con-un-avance-del-25/>.

creado relativamente más empleo, donde la evolución de la productividad ha sido peor y donde los impuestos indirectos han supuesto una mayor presión sobre los precios. Como contraparte, los márgenes han estado más contenidos que en el resto de la eurozona y, sobre todo, los salarios se han contenido más. Las mayores ganancias de competitividad parecen producirse precisamente en los servicios, donde el precio de las exportaciones de servicios turísticos, relativo a las importaciones (de la misma rama), ha caído un 5,2 % en los últimos cuatro años. Por su parte, estos términos de intercambio han tenido una caída todavía mayor en el comercio de servicios no turísticos, reduciéndose un 12,4 % en el mismo período. El mayor atractivo relativo que puede suponer la disponibilidad de mano de obra preparada y asequible a un coste menor, puede estar atrayendo a inversores en sectores tan importantes como el de las tecnologías de la información y la comunicación o la consultoría, que se presumen de alto valor añadido.

**El coste de la energía cae, y de consolidarse supondrá mejoras en la competitividad, sobre todo de la industria electrointensiva y de las empresas exportadoras.** A pesar de las tensiones geopolíticas, el precio del petróleo ha descendido respecto a los niveles observados a finales de septiembre. Hacia delante se espera que el coste del barril de Brent se mantenga alrededor de los 86,5 USD en 2024, un 2,7 % por debajo de lo previsto hace tres meses, y que se modere hasta los 80,0 USD en 2025. Por otro lado, los inventarios de gas se mantienen elevados, gracias a la falta de dinamismo de la economía europea, a una climatología favorable y a los rendimientos de las inversiones hechas en años anteriores. Esto llevará a precios del gas que se podrían situar un 50% por debajo de lo previsto hace unos meses. En total, se estima que estos cambios podrían añadir hasta 0,4 pp al crecimiento del PIB en 2024.

**La inflación retrocede y podría alcanzar el 3,1 % en 2024 (casi medio punto por debajo de lo previsto en noviembre) y el 2,3 % en 2025.** Además del impacto directo que ha supuesto la disminución en el coste de la energía, se está observando uno indirecto conforme el *shock* inicial se traslada a los precios de los bienes industriales. Hasta el mes de diciembre, las medidas que anticipan la tendencia futura en la inflación apuntaban a que el objetivo del 2 % estaba cada vez más cerca. En enero se ha producido una interrupción de este patrón, como consecuencia de la retirada de algunos de los estímulos adoptados por el Gobierno para apoyar a las familias ante el aumento en el precio de distintos bienes y servicios. Además, es posible que un número anormalmente atípico de empresas hayan aprovechado el inicio de año para alinear sus precios con la evolución reciente del coste de algunos insumos. Finalmente, la sequía que afectaba a buena parte del territorio español parece ahora restringida a las comunidades de la costa del Mediterráneo. Un año de lluvias relativamente normal en el resto del país podría llevar a un descenso de los precios de algunos productos agrícolas durante los próximos meses.

**El Banco Central Europeo (BCE) comenzará a reducir el tipo de interés de política monetaria en junio, seis meses antes de lo previsto en noviembre.** Al descenso de la inflación, que también se observa en el resto de la eurozona, se ha ido añadiendo cierta preocupación por el comportamiento de la actividad en el continente. El PIB en algunos de los principales países de la Unión se encuentra relativamente estancado desde hace dos años. Anticipando estos movimientos, el euríbor a 12 meses ha dejado de aumentar y, de hecho, ha caído desde el 4,2 % observado en septiembre de 2023 hasta el 3,6 % en enero de este año. **La previsión para final de año apunta a que el BCE podría empezar el proceso de reducción de la tasa de política monetaria en el segundo trimestre del año, y llevarla al 3,75 % hacia finales de 2024, completando una disminución de 75 pb en total.** Por su parte, se espera que esta gradualidad y el anticipo que va haciendo el mercado de estas medidas haga que el euríbor 12 meses termine el año en el 3,3 %. En la medida en que se vaya consolidando un escenario de convergencia de la inflación al objetivo del 2 % y que **la economía de la eurozona vaya mostrando una progresiva recuperación (0,7 % de avance del PIB en 2024 y 1,4 % en 2025), el siguiente año se podrían observar recortes por 100 pb más, lo que situaría el euríbor 12 meses en niveles del 2,4 % a finales del siguiente año.** Aunque empresas y familias han reducido su endeudamiento y su exposición a incrementos en los

costes de financiación, la menor presión proveniente de la carga financiera supondrá mayores recursos para destinar a consumo e inversión, además de que hará más atractivo el uso de financiación.

**La política fiscal está siendo más expansiva de lo que se preveía.** La formación de un nuevo Gobierno no ha traído un acuerdo para tener unos Presupuestos Generales del Estado (PGE) desde inicios de año. Asimismo, se ha anunciado la prórroga parcial de rebajas impositivas en la compra de gas y electricidad, además de en la producción de esta última. De la misma manera, se mantienen los subsidios al uso del transporte público. Como pronto, estas medidas sólo se revertirán totalmente a partir del próximo mes de junio. Por otro lado, el Gobierno anunció el incremento de las pensiones contributivas en un 3,8 %, así como de las mínimas y del Ingreso Mínimo Vital en un 6,9 %. Esto, en un entorno donde el déficit público podría haber terminado 2023 alrededor del 4 % del PIB, todavía por encima del umbral del 3 %. Finalmente, el acuerdo alcanzado sobre las nuevas reglas fiscales en la UEM ha evitado que hayan entrado nuevamente en vigor en 2024 las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, lo que habría conducido a un ajuste inmediato e importante. Si bien es cierto que el inicio de año también ha traído algunas medidas con potencial impacto negativo en la actividad, estas apenas compensan los estímulos previstos. Por ejemplo, además de la contención del gasto que pueda suponer la prórroga de los PGE, y de la progresiva retirada de rebajas impositivas y subsidios al transporte, la otra medida que ayudará a reducir el tono expansivo de la política fiscal será el incremento en las contribuciones a la Seguridad Social por parte de las empresas y los trabajadores como consecuencia de la aplicación del Mecanismo de Equidad Intergeneracional.

**Las licitaciones y subvenciones del Plan de Recuperación Transformación y Resiliencia (PRTR) han alcanzado una velocidad de crucero, lo que podría ser suficiente para ejecutar los fondos en su totalidad hacia 2026.** De acuerdo a BBVA Research, desde el inicio del Plan y hasta finales de 2023 se habrían licitado contratos y convocado subvenciones financiadas con el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR) por un importe superior a 70.000 millones de euros, lo que supone más del 88% del total planificado inicialmente en el PRTR y en las transferencias de la Adenda<sup>3</sup>. Sin embargo, sólo se habrían resuelto, y por tanto es dinero que ya está a disposición de familias y empresas, más de 33.500 millones de euros, que equivalen al 42% del total del Plan. Son cifras que están en línea con lo publicado por el Gobierno. Esta ejecución se compara negativamente con las estimaciones iniciales de distribuir entre 20.000 y 25.000 millones de euros anuales entre 2021 y 2024. En todo caso, se ha alcanzado un ritmo de adjudicación que supone alrededor de 15.500 millones de euros cada doce meses. De mantenerse así, no quedarían fondos sin usar a finales de 2026. A esto hay que añadir la llegada de los préstamos de la Adenda al Plan de Recuperación, que apoyarán el acceso al crédito para la inversión en proyectos que favorezcan la transición verde y digital de las empresas.

**Entre los factores que podrían llevar a un mayor crecimiento durante los próximos meses** se encuentran, por un lado, el descenso adicional en los costes de producción como resultado de las inversiones que se han realizado para aumentar la oferta de energía renovable y la eficiencia en el uso de la electricidad. También es posible que se produzca una aceleración en la inversión si se consolidan reformas para reducir el coste que suponen algunos trámites, sobre todo en el sector inmobiliario. Además, se mantiene una demanda embalsada de equipo de transporte, que podría resurgir en la medida en que se reduzca la incertidumbre sobre la adquisición de vehículos eléctricos. Por último, la inmigración podría continuar y, en la medida en que sea complementaria al capital humano residente en España, impulsar el empleo y la productividad.

**Hacia 2025, preocupa que la ralentización del crecimiento en ciertos sectores y países de la eurozona sea más estructural de lo inicialmente pensado.** La economía alemana prácticamente no muestra avances desde hace dos años. La mejora de la francesa es magra si se toma en cuenta el elevado desequilibrio en sus cuentas públicas. El modelo de crecimiento exportador industrial parece agotado. Tanto en España como en Alemania, las empresas que peor comportamiento han tenido son aquellas intensivas en el uso de energía o que forman parte

3: Véase García, F.J.; Pérez, D.C.; Pou, V.; Ruíz, P. (2024): Seguimiento del Plan de recuperación. Febrero 2024. Disponible en: <https://bitly.ws/3eBzh>

de la misma cadena de valor. Asimismo, en un entorno de consolidación fiscal y, todavía, con tipos de interés elevados, será difícil que la demanda interna de países con déficits por encima del 3 % del PIB aporte al crecimiento. Unas cargas financieras aún altas en el sector privado, junto con ajustes en los desequilibrios del sector público, pueden debilitar la demanda de bienes y servicios españoles. Finalmente, la industria europea lleva años de retraso en la producción de maquinaria y equipo necesaria para impulsar un modelo más sostenible en términos medioambientales y liderar la innovación en sectores clave. Prueba de ello es el dominio que muestran las empresas extranjeras en el mercado europeo de automóviles eléctricos, paneles solares, baterías, etc. En ausencia de mayor inversión a nivel europeo, el continente se arriesga a ser un simple comprador y seguidor en el desarrollo de tecnologías limpias y punteras.

**Las nuevas reglas fiscales en Europa requerirán de ajustes importantes y sostenidos en el tiempo en varias economías, incluyendo la española, a partir de 2025.** Países como Francia, España o Italia, con déficits superiores al 3 % del PIB y niveles de deuda pública por encima del 90 % tendrán que comprometerse a implementar medidas estructurales de consolidación entre 0,4 y 0,6 pp del PIB por año. Más aún, la distancia entre los datos actuales y los objetivos es tan grande que los esfuerzos tendrán que prolongarse cuando menos un quinquenio, e incluso más. En el mejor de los casos, la combinación de una recuperación fuerte, apuntalada por los fondos ligados al PRTR y una agenda de reformas ambiciosa, podría limitar el impacto de la consolidación. Además, el establecimiento de un presupuesto europeo de mayor calado, que proveyera bienes y servicios comunes, aprovechando economías de escala, facilitaría estos procesos. Sin embargo, es indudable que tan importante es la necesidad de crear espacio futuro para la política fiscal reduciendo el endeudamiento público, como innegable que esto puede limitar el crecimiento de la demanda interna durante los próximos años. **En el caso de España, las previsiones que aquí se publican incluyen un ajuste estructural de 0,5 pp del PIB en 2025, lo que, junto con la recuperación económica esperada, llevaría el déficit público hasta el 2,9 % del PIB a finales del siguiente año y la deuda, al 102 % del PIB.**

**La inversión privada resiente el estancamiento en la eurozona, el aumento de los tipos de interés y, sobre todo, la incertidumbre de política económica y geopolítica.** El impacto del incremento en el coste financiero se nota en la caída del crédito a las empresas no financieras (-4,8 % interanual en diciembre de 2023), pero, particularmente, en la demanda de financiación por parte de pequeñas y medianas empresas (-9,1 %) y a plazos de entre uno y cinco años (-8,3 %). La caída de la formación bruta de capital fijo (-2,0 % trimestral en el 4T23) y del crédito a plazos superiores a un año, en un entorno de aceleración de la actividad y donde se nota que los tipos de interés han tocado techo, apuntan a que las empresas perciben que hay otros factores que limitan la rentabilidad de sus proyectos. Uno de ellos puede ser el lastre que supone la lenta recuperación en los principales socios comerciales. Otro, el elevado coste de la energía que se ha observado durante los últimos dos años. Adicionalmente, la falta de infraestructura necesaria para dar certidumbre a los compradores de vehículos eléctricos está retrasando la renovación del parque.<sup>4</sup>

**El estancamiento de la productividad en un entorno de aumento de costes laborales puede poner en peligro el avance del sector servicios.** Desde inicios de 2023, con la puesta en marcha del Mecanismo de Equidad Intergeneracional (MEI), las cotizaciones a la Seguridad Social han añadido presión a la nómina de las empresas. Adicionalmente, los incrementos del Salario Mínimo Interprofesional (SMI) ya implican que en algunos sectores, empresas y comunidades autónomas, la proporción de trabajadores cuyo ingreso está ligado al SMI comienza a ser relativamente elevada. Aunque las remuneraciones muestran una desaceleración consistente con la creación de empleo y la caída de la inflación, probablemente seguirán aumentando a un ritmo medio anual del 3,6% durante el presente bienio. Hacia delante, la recuperación del poder adquisitivo de los trabajadores y el mantenimiento del empleo sólo serán posibles en un entorno donde mejore la productividad. A este respecto, la

4: Para un análisis más estructural sobre la evolución de la inversión en España ver Doménech, R.; Sicilia, J. (2024): La inversión en España y en la UE. Disponible en: <https://www.bbva.com/publicaciones/la-inversion-en-espana-y-en-la-ue/>.

evidencia reciente es desoladora ya que distintos indicadores apuntan a su estancamiento, o incluso caída, cuando se compara con los niveles observados antes de la pandemia. En todo caso, el problema viene de antes: desde 2008, el crecimiento promedio anual de la productividad laboral ha sido cercano a cero, e incluso ha caído en regiones con bajos niveles de productividad, lo que ha impedido que continúe el proceso de convergencia entre comunidades autónomas. El deterioro reciente observado en la inversión no adelanta un cambio de tendencia. Como consecuencia de la divergencia que se observa entre el crecimiento de las remuneraciones y de la productividad, los costes laborales unitarios (CLU) están aumentando de manera importante, lo que de persistir, podría poner en peligro la recuperación, sobre todo en sectores intensivos en el uso de mano de obra.

**Permanecen distintas restricciones de oferta que limitarán el avance del empleo.** La inmigración y el avance de la tasa de actividad han permitido que la creación de puestos de trabajo continúe. Sin embargo, no parecen haber ayudado a mejorar la productividad. Esto puede ser síntoma de que se mantiene la dificultad para encontrar ciertos perfiles en industrias y servicios de alto valor añadido. Adicionalmente, el envejecimiento de la población está reduciendo la disponibilidad de trabajadores en edad de trabajar. Esto se une a la sorprendente disminución que se viene produciendo en la tasa de participación de los españoles entre 35 y 54 años. Si bien es cierto que esta se encontraba en máximos al inicio de la pandemia, no se puede descartar que esta tendencia pueda reflejar un desánimo provocado por una falta de encaje entre la formación de las personas que abandonan el mercado laboral y lo que demanda el mercado. En ausencia de políticas que mejoren la empleabilidad de estos trabajadores o de una política de inmigración que atraiga capital humano complementario al de los residentes en España, estos factores pueden ser un cuello de botella para el crecimiento.

**El sector agroalimentario enfrenta cambios estructurales impulsados por la falta de mano de obra, el incremento de los costes laborales y la sequía.** La afiliación a la Seguridad Social en esta parte de la economía ha caído un 7 % desde el inicio de la pandemia, mientras que en el resto de sectores ha aumentado un 10 %. Es muy probable que la pandemia haya acelerado la automatización de procesos intensivos en el uso de mano de obra, así como la consolidación de empresas en el sector. A esto se añadió el encarecimiento de los fertilizantes y del transporte con la invasión rusa a Ucrania. Finalmente, la sequía ha supuesto un golpe importante en la capacidad de producción y competitividad. Si bien es cierto que el ciclo de lluvias ha sido más favorable desde el pasado mes de octubre que en años anteriores, sobre todo en el centro, oeste y norte del país, la sequía se mantiene en la costa mediterránea. Esto amenaza con tener efectos más importantes y permanentes en el sector. Más aún, el riesgo aquí es que comience a afectar a la competitividad de otros sectores, particularmente el de los servicios turísticos.

**Las políticas de impulso a la demanda de vivienda o de fijación de precios pueden tener efectos nocivos a largo plazo en el sector.** El Gobierno ha anunciado avales para los jóvenes, a través del Instituto de Crédito Oficial (ICO), con el objetivo de facilitar el acceso a una vivienda. En particular, el respaldo público podría representar entre el 20 y el 25 % del valor del activo. La medida sufre de varios problemas. Por un lado, se encuentra diseñada con los mismos defectos que aquejan a otras y que pueden generar desigualdad. Al poner límites rígidos a la edad (35 años), al ingreso (37.800 euros anuales) o para solicitar el crédito (31 de diciembre de 2024), se discrimina en contra de aquellas personas que apenas sobrepasan esas barreras (o que quieran comprar a partir de 2025). Asimismo, es muy posible que la medida termine beneficiando a jóvenes que en la actualidad ganan menos que la renta especificada, pero que en el futuro tendrán unos ingresos por encima de la media. Aunque se requieren límites al patrimonio acumulado por los compradores, no se exige lo mismo para el de los padres, lo que, nuevamente, podría terminar favoreciendo a hogares de rentas altas. Otro problema a tomar en cuenta es que no es recomendable incentivar créditos que financien el 100 % del valor de la vivienda, ya que puede llevar a un incremento en la toma de riesgo de las entidades financieras. Finalmente, y más importante, sin políticas que incrementen la oferta de vivienda, las ayudas a la compra llevarán a incrementos en precios, sin mejorar la accesibilidad de los jóvenes. Lo mismo sucederá con las políticas de fijación del coste del alquiler, que

pueden incluso incentivar la salida del mercado de viviendas, en un entorno donde los costes de mantener una casa en condiciones habitables se están incrementando considerablemente (sin mencionar los de mejorar su eficiencia energética).<sup>5</sup>

**Los préstamos de la Adenda al PRTR tendrán un efecto más inmediato sobre la actividad económica que las transferencias, pero la magnitud de su impacto dependerá de qué tan favorables sean las condiciones de la financiación respecto a las de mercado.** Al canalizarse alrededor de 40.000 millones de euros con el respaldo del ICO y a través de las entidades financieras, el dinero llegará con mayor rapidez. Sin embargo, lo hará en un entorno de elevada liquidez, con los tipos de interés y el crédito a las empresas cayendo. Esta falta de demanda de financiación solvente incrementa la probabilidad de que vaya a haber pocos proyectos nuevos que vayan a iniciarse como consecuencia de la medida. Lo más probable es que se termine financiando aquellos que de todas maneras iban a ir hacia delante. Por lo tanto, el efecto adicional sobre la demanda de las empresas dependerá de la diferencia en los términos del crédito respecto a las condiciones actuales de mercado. Tipos de interés considerablemente más reducidos por un mayor periodo de tiempo supondrán menores costes financieros por un lado y certidumbre por otro.

**Se mantiene la incertidumbre sobre la política económica a futuro.** La falta de un consenso sobre las medidas a impulsar hacia delante se refleja en la no convalidación, por parte del Congreso, del Real Decreto Ley por el que se modificaba el subsidio por desempleo. Esto se añade a la falta de unos PGE para 2024. El Gobierno debe seguir cumpliendo con los hitos establecidos en el PRTR para continuar accediendo a los fondos correspondientes. El panorama político presenta un calendario electoral intenso durante los próximos meses que condicionará la agenda económica. Esto será importante de cara al siguiente año, cuando, además de las reformas prometidas, tendrán también que tomarse decisiones sobre qué impuestos incrementar o qué gastos eliminar para cumplir con las nuevas reglas fiscales. Mientras, la prima de riesgo se mantiene en niveles por debajo de los 100 puntos básicos. Además de las obligaciones con Europa y las posibles consecuencias de no cumplir con ellas, el Gobierno continuará enfrentando presiones para incrementar el gasto, ya sea a través de mayores transferencias o por las necesidades de proveer más y mejores bienes y servicios públicos (defensa, red eléctrica, etc.). Para evitar que esto lleve a una mayor carga impositiva sobre el factor trabajo o a un crecimiento de los costes de operación de las empresas que provoquen un mayor deterioro del comportamiento relativo de la inversión es necesario un plan que minimice el impacto económico de las medidas y reduzca la incertidumbre. Para ello, se debería contar con una agenda ambiciosa de reformas que reduzca la burocracia, identifique el gasto ineficiente y lo elimine, además de que reduzca el paro y aumente la productividad. Modificaciones de la jornada laboral que no surjan de la negociación de los agentes sociales y que supongan ajustes intensos en un corto período de tiempo van en la dirección contraria.<sup>6</sup>

---

5: Para más detalle sobre la evolución reciente del mercado inmobiliario véase BBVA Research (2024): Observatorio inmobiliario, Enero 2024. Disponible en: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/espana-observatorio-inmobiliario-enero-2024/>.

6: Para un análisis sobre el impacto de la reducción de la jornada laboral véase, Arellano, A.; García, Juan R., Ulloa, C. (2023), Propuesta de reducción de la jornada laboral: incidencia e impacto potencial. Disponible en: <https://www.bbvarresearch.com/publicaciones/espana-propuesta-de-reduccion-de-la-jornada-laboral-incidencia-e-impacto-potencial/>.

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

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.  
Fecha de cierre de previsiones: 1 marzo 2024.  
Fuente: BBVA Research y FMI.

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

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

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.  
Fecha de cierre de previsiones: 1 marzo 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	4,04	3,77
Alemania	-0,48	-0,31	1,18	2,45	2,35	2,25

Fecha de cierre de previsiones: 1 marzo 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	0,91	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	7,00	6,80

Fecha de cierre de previsiones: 1 marzo 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	3,75	2,75
China	3,85	3,80	3,65	3,45	3,25	3,25

Fecha de cierre de previsiones: 1 marzo 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	0,5	0,8	1,5
Consumo público	1,0	4,2	1,6	0,2	0,5	0,4
Formación bruta de capital fijo	-6,2	3,7	2,8	0,7	0,8	2,3
Inventarios (*)	-0,3	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,0
<b>Demanda interna (*)</b>	<b>-5,6</b>	<b>4,5</b>	<b>3,4</b>	<b>0,3</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>
Exportaciones (bienes y servicios)	-9,4	11,4	7,4	-0,9	0,9	2,7
Importaciones (bienes y servicios)	-8,8	9,1	8,0	-1,5	1,0	2,7
<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	2,3	2,0
IPC subyacente	0,7	1,5	3,9	4,9	2,7	2,2
<b>Mercado laboral</b>						
Empleo	-1,4	1,4	2,3	1,4	0,5	0,3
Tasa desempleo (% población activa)	8,0	7,7	6,7	6,5	6,7	6,7
<b>Sector público</b>						
Déficit (% PIB)	-7,1	-5,2	-3,6	-3,2	-2,9	-2,3
Deuda (% PIB)	97,2	94,8	91,0	89,0	88,9	88,7
<b>Sector exterior</b>						
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	1,7	2,8	-0,6	1,9	2,3	2,2

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 1 marzo 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	2,1	2,0
Consumo privado	7,1	4,7	1,8	2,0	1,7
Consumo público	3,4	-0,2	3,8	2,6	1,0
Formación Bruta de Capital Fijo	2,8	2,4	0,6	3,1	7,3
Equipo y Maquinaria	4,4	1,9	-1,8	2,5	8,9
Construcción	0,4	2,6	2,2	3,5	7,2
Vivienda	0,9	1,4	0,3	2,5	7,5
<b>Demanda Interna (contribución al crecimiento)</b>	6,6	2,9	1,7	2,5	2,5
Exportaciones	13,5	15,2	2,4	3,4	2,7
Importaciones	14,9	7,0	0,3	5,0	4,4
<b>Demanda Externa (contribución al crecimiento)</b>	-0,2	2,9	0,8	-0,4	-0,5
PIB nominal	9,2	10,2	8,6	6,5	5,0
(Miles de millones de euros)	1222,3	1346,4	1462,1	1556,7	1634,4
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	3,0	3,1	3,0	2,6	2,0
Tasa de paro (% población activa)	14,8	12,9	12,1	11,4	10,9
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	7,1	3,7	3,2	2,6	1,8
Productividad aparente del factor trabajo	-0,7	2,0	-0,7	-0,6	0,2
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	3,1	8,4	3,5	3,1	2,3
IPC (fin de periodo)	5,8	5,7	3,1	3,2	2,1
Deflactor del PIB	2,8	4,4	6,1	4,4	2,9
Remuneración por asalariado	0,3	2,9	5,2	3,6	3,6
Coste laboral unitario	1,0	0,8	5,9	4,2	3,3
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	0,7	0,7	2,8	3,2	2,8
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	116,8	111,6	106,8	103,9	101,9
Saldo AA.PP. (% PIB)	-6,6	-4,7	-4,0	-3,6	-2,9
<b>Hogares</b>					
Renta bruta disponible	4,5	4,1	10,5	6,7	5,2
Tasa de ahorro (% renta bruta disponible)	13,8	7,6	11,3	12,0	12,6

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 1 marzo 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)