

Situación España

Marzo 2024

Global. Mensajes principales



Evolución reciente



Los altos tipos de interés han afectado al sector manufacturero, pero los servicios siguen resilientes, lo que evita una desinflación más rápida. En este contexto, y teniendo en cuenta los riesgos geopolíticos, los bancos centrales han exhibido cautela y los mercados financieros han reducido sus expectativas de relajación monetaria agresiva.



Perspectivas: inflación y tipos



Se prevé que la inflación siga cayendo, en línea con la esperada ralentización de los servicios, y asumiendo que no ocurran nuevos choques de oferta. Esto crearía las condiciones para que la Fed y el BCE recorten los tipos desde mediados de este año.



Perspectivas: crecimiento



Es probable que el crecimiento pierda fuerza en EE. UU., aunque menos de lo esperado en dic-23, y seguirá débil en la eurozona y China. La moderación de la inflación y de los tipos de interés permitirá una recuperación a partir de la segunda mitad del año, excepto en China, donde los factores estructurales seguirán siendo un lastre. Aun así, la recuperación de la eurozona será más débil de lo previsto.



Factores estructurales



La geopolítica afectará la futura dinámica económica, condicionando las políticas y los conflictos mundiales. Aumentará la incertidumbre y causará interrupciones de oferta. Junto con factores como la demografía y la política fiscal, estos choques presionarán la inflación, forzando a los bancos centrales a sostener los tipos de interés en niveles relativamente elevados, por encima de los observados en el período pre-COVID.

España. Mensajes principales



Revisión al alza del crecimiento en 2023 y 2024



En 2023, el crecimiento fue del 2,5 % (2,4 % hace tres meses). En 2024, el avance del PIB se podría situar alrededor del 2,1 % (1,5 % en el escenario anterior).

El consumo privado y las exportaciones de servicios muestran un mejor comportamiento, apoyados por la inmigración y las ganancias de competitividad.



Distintos factores impulsan la economía en 2024



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 que lo esperado, al tiempo que la ejecución de los fondos NGEU alcanza una velocidad de crucero.



Deterioro de las perspectivas en 2025



Se espera un crecimiento del PIB en 2025 (2,0 %), inferior al que se preveía hace tres meses (2,5 %). El deterioro en las perspectivas se explica por el ajuste en las cuentas públicas y la mayor debilidad prevista de la eurozona. A esto se añade el mal comportamiento de la inversión privada. 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 o la regulación. Finalmente, la incertidumbre de política económica se mantiene elevada.

01

Situación Global

Marzo 2024

La normalización de la oferta y la (sorprendentemente lenta) moderación de la demanda provocan una ralentización (parcial) del crecimiento y de la inflación



Determinantes del escenario

Normalización de la oferta: mejoras en materias primas y cuellos de botella, pese al entorno geopolítico.

Moderación de la demanda, ante tipos elevados, pero respaldada por la política fiscal y la fortaleza de los mercados laborales.



Tendencias macroeconómicas

Caída de la inflación, que sigue por encima de los objetivos dadas las presiones en servicios.

Aterrizaje suave del crecimiento: debilidad de las manufacturas, pero resiliencia de los servicios.



Bancos centrales y mercados financieros

Ciclos alcista de tipos parecen haber acabado; foco en cuándo y a qué ritmo llegarán los recortes.

Volatilidad financiera acotada, pese la reducción de las expectativas de una fuerte relajación monetaria.

El contexto geopolítico sigue preocupando; el conflicto en Oriente Medio ha escalado, con efectos económicos limitados hasta ahora

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

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



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

Fuente: BBVA Research. Monitor de Geopolítica.

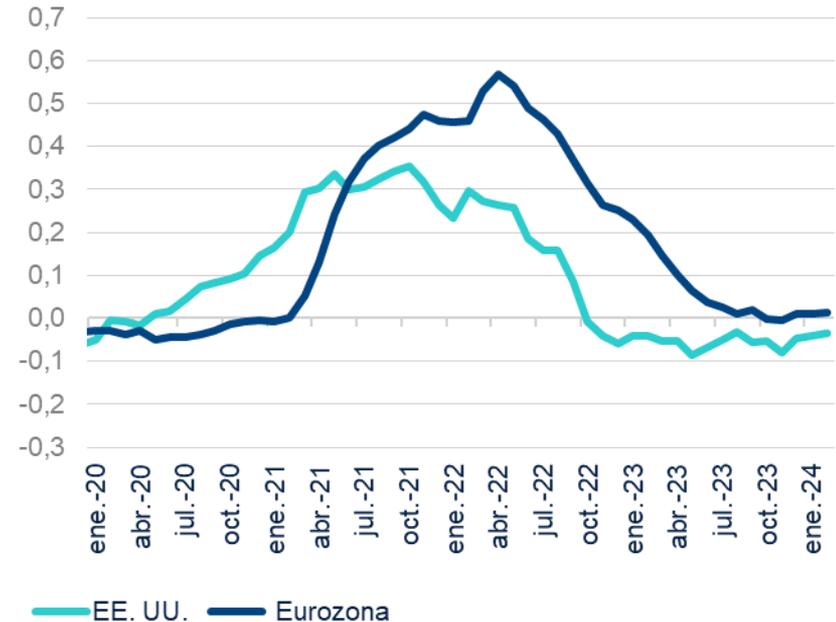
Pese al entorno geopolítico y los disturbios en el Mar Rojo, los precios de las materias primas y las disrupciones en los procesos productivos siguen bajos

PRECIOS DEL PETRÓLEO (BRENT) (DÓLARES ESTADOUNIDENSES POR BARRIL)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

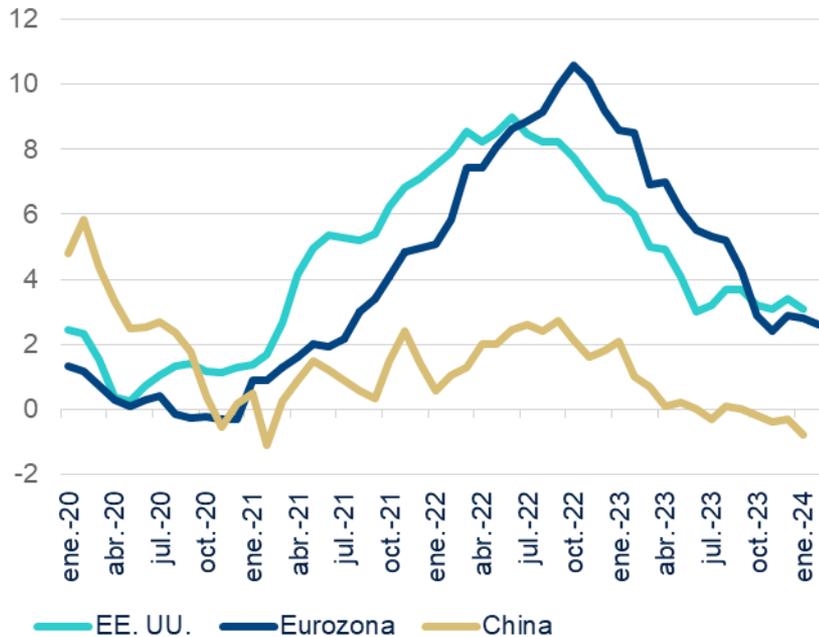
INDICADOR DE CUELLOS DE BOTELLA DE BBVA RESEARCH (ÍNDICE)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver Analytics.

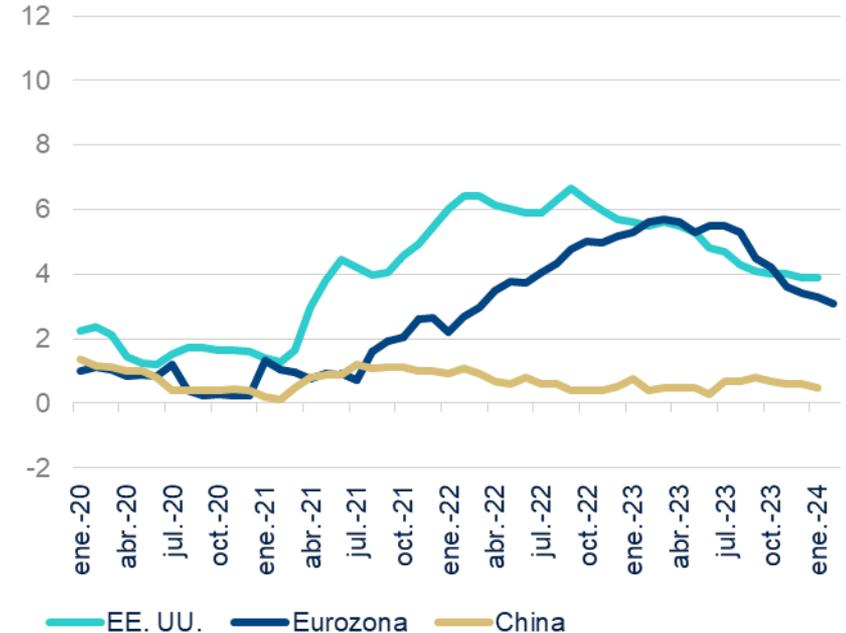
La tendencia desinflacionaria ha perdido fuerza, con la inflación de servicios aún alta; en China, persiste el temor a la deflación

INFLACIÓN GENERAL: IPC (CRECIMIENTO INTERANUAL EN %)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

INFLACIÓN SUBYACENTE: IPC (CRECIMIENTO INTERANUAL EN %)

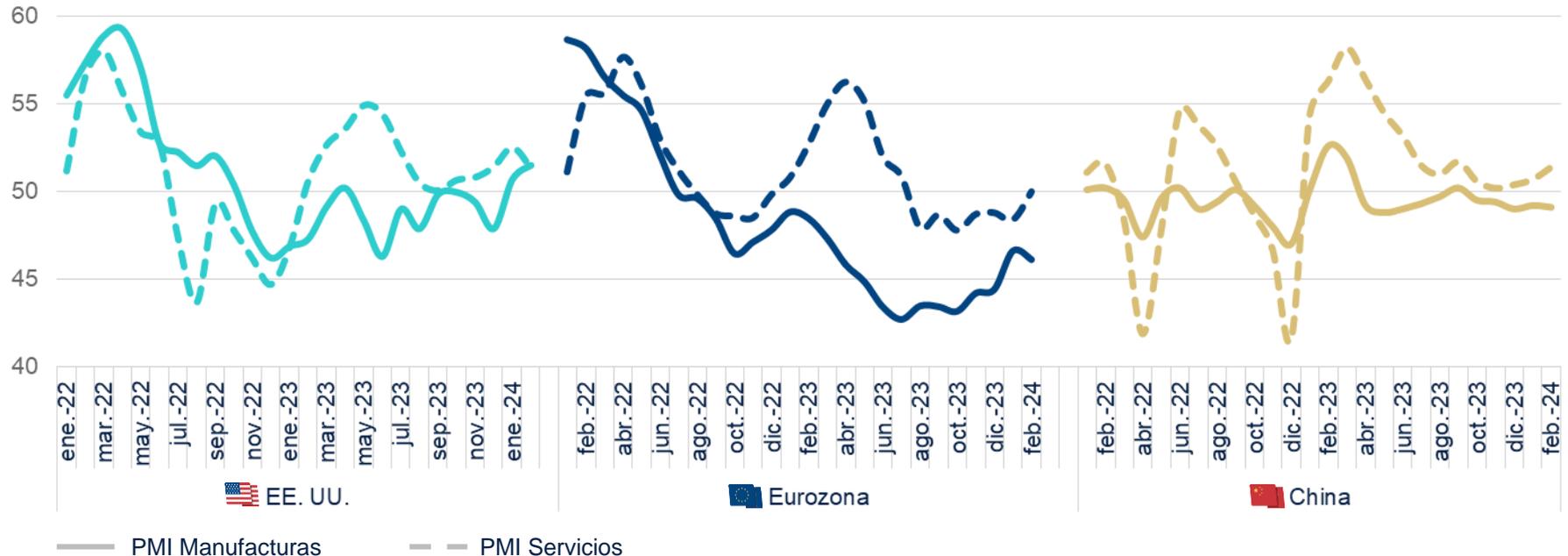


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

La actividad continúa siendo más dinámica en EE. UU. y en el sector servicios, pero hay indicios de recuperación en otros mercados

INDICADORES PMI

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



Los mercados laborales, la política fiscal y el exceso de ahorro siguen apoyando el crecimiento, mitigando el efecto negativo de la política monetaria

SALARIOS NOMINALES: CRECIMIENTO (*)

(%)



(*) 2024 y 2025: trayectorias simuladas consistentes con las previsiones de actividad e inflación de BBVA Research. Datos de EE. UU.: salario horario promedio de empleados de producción y supervisión no directiva, total privado. Datos de la zona euro: compensación por empleado. Fuente: BBVA Research a partir de datos del BLS y de Eurostat.

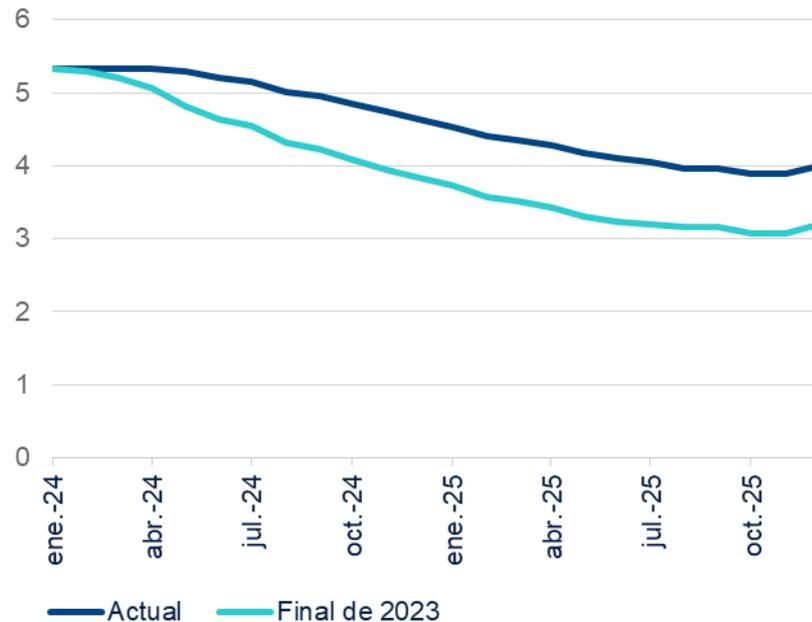
- Varios factores respaldan la actividad, en especial, los servicios, pero menos que hace tres meses:
 - **mercados laborales:** desempleo bajo y crecimiento salarial robusto;
 - **política fiscal:** gasto elevado;
 - **ahorro acumulado:** todavía positivo.

- Aun así, el endurecimiento monetario ha causado una desaceleración del crecimiento:
 - los **costes de financiación** han aumentado;
 - los **préstamos bancarios** han disminuido;
 - el **tipo de cambio** se ha apreciado, al menos en EE. UU.;
 - las **expectativas de inflación** han seguido ancladas (algo por encima del 2%).

Los mercados reducen sus expectativas de relajación monetaria agresiva tras los últimos datos económicos y las señales de cautela de los bancos centrales

FED: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS DE FUTUROS

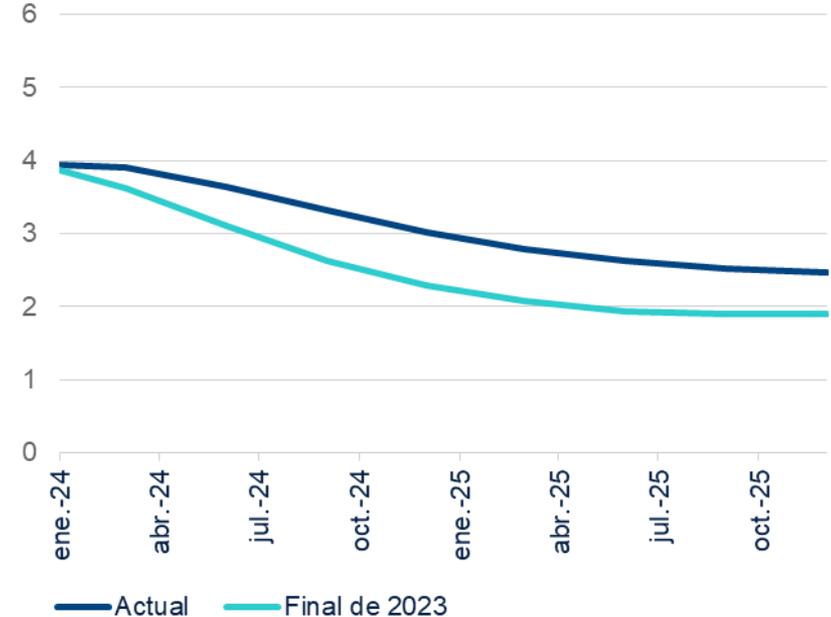
(%)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

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

(%)



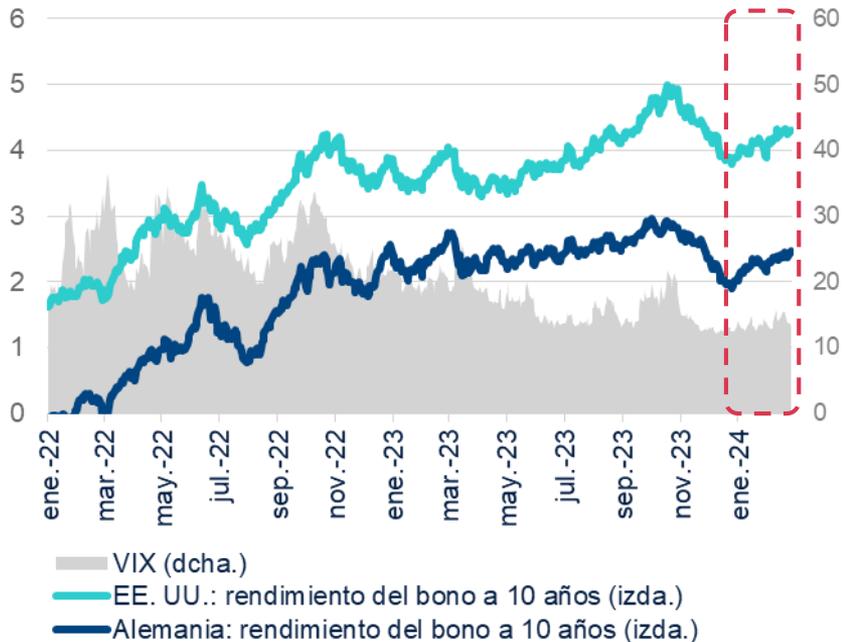
(*) Tipos de interés de la facilidad de depósito del BCE.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

Pese al aumento en los rendimientos soberanos, la fuerza del dólar y las dudas sobre el sector inmobiliario comercial, la volatilidad sigue contenida

RENDIMIENTOS SOBERANOS Y VOLATILIDAD

(% E ÍNDICE)



DÓLAR ESTADOUNIDENSE: DXY

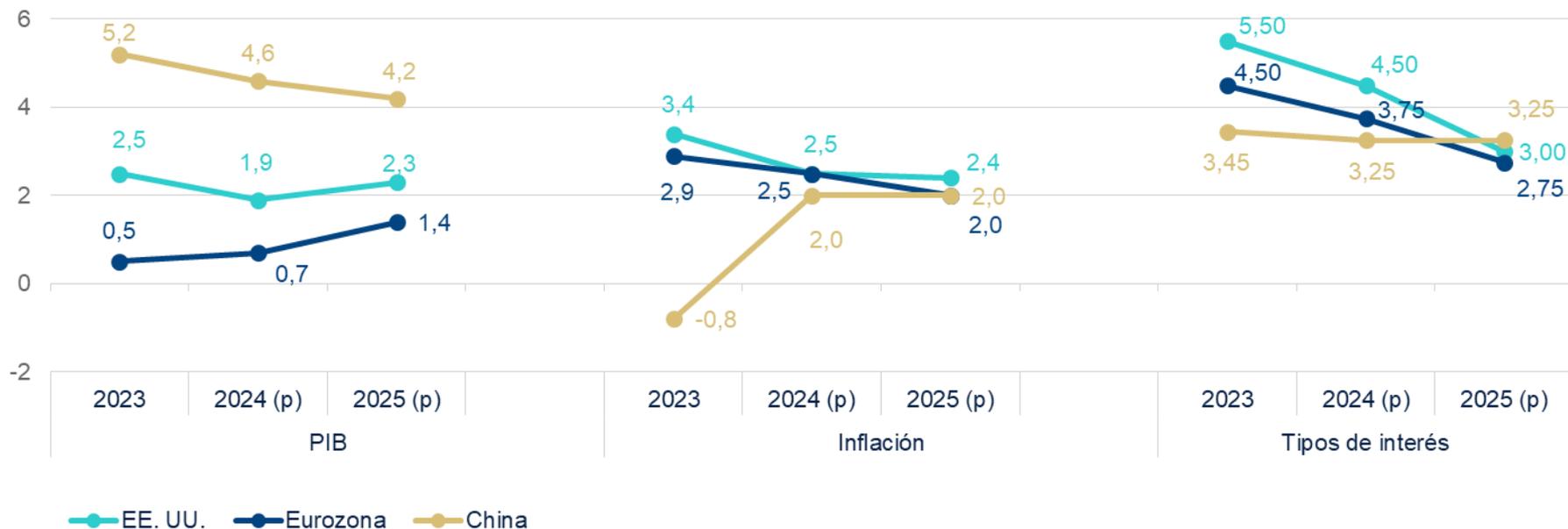
(INDEX)



El menor crecimiento reducirá la inflación y traerá bajadas de tipos; pese a ello, las presiones inflacionarias y los tipos seguirán relativamente elevados

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

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



(*) Crecimiento del PIB mundial: 3,1 % (+0,1 pp) en 2023, 3,1 % (+0,1 pp) en 2024 y el 3,3 % (+0,0) en 2025. (**) En el caso de la eurozona, tipos de interés de las operaciones de financiación.

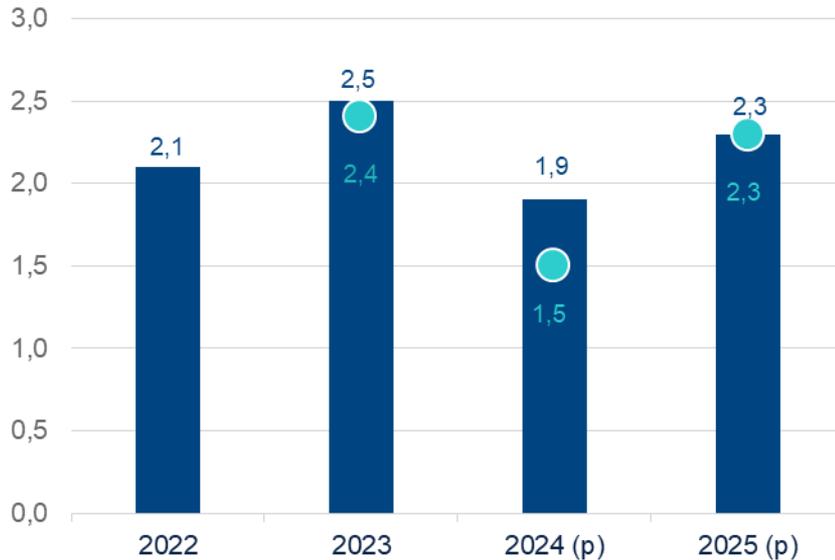
(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento revisado al alza en 2024, pero se sigue esperando una moderación, que permitiría una bajada de tipos a partir de mediados de año

EE. UU.: CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



■ Previsiones actualizadas (1T24) ● Previsiones anteriores (4T23)

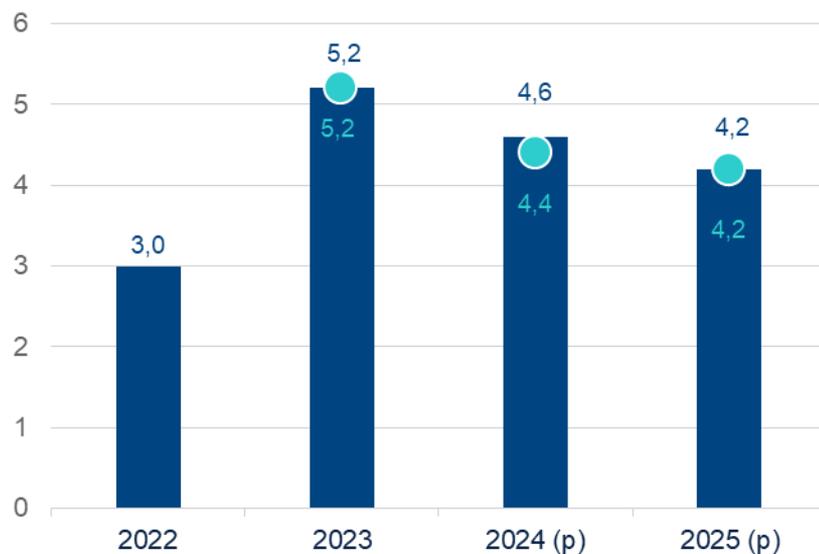
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research.

- Demanda interna e inflación de servicios se mantienen fuertes, pero una ralentización es probable ante la disminución del exceso de ahorro y el tono de la política monetaria.
- Una caída adicional de la inflación (no hay cambios significativos de previsiones) permitiría bajadas de tipos desde mayo, allanando el camino para una recuperación del crecimiento.
- Es posible, aunque no muy probable, que un crecimiento fuerte evite la convergencia de la inflación al 2% y una pronta caída de los tipos. Con todo, los riesgos están equilibrados: podría darse una caída mayor del crecimiento y la inflación.
- **Riesgos:** elecciones presidenciales, recesión o estrés financiero por tipos altos, política fiscal.

China: medidas fiscales, monetarias y regulatorias apoyarán el crecimiento, pero no frenarán el proceso de desaceleración estructural

CHINA: CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



■ Previsiones actualizadas (1T24) ● Previsiones anteriores (4T23)

(p): previsión.

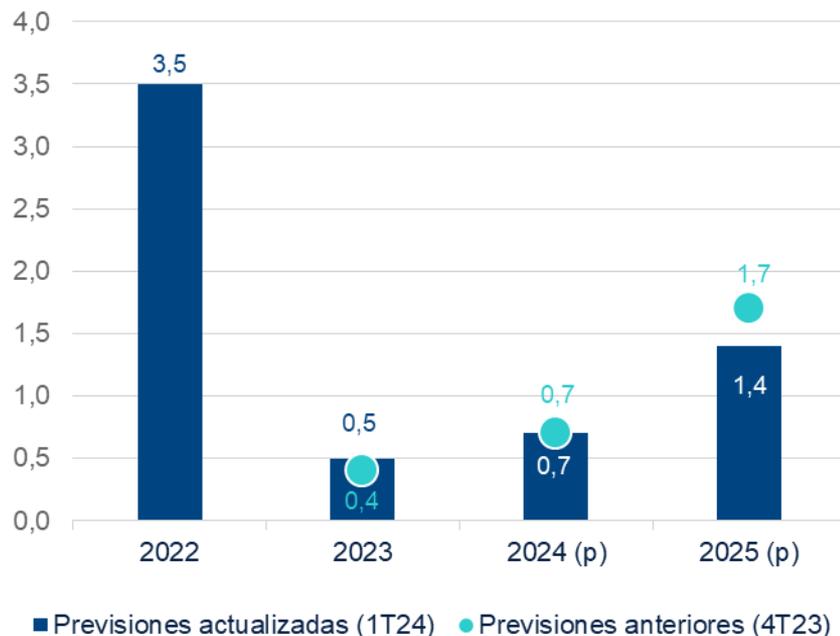
Fuente: BBVA Research.

- La actividad (la inmobiliaria, en especial) se verá apoyada por una serie de medidas.
- La política fiscal seguirá siendo expansiva y se esperan más recortes de los encajes bancarios y de los tipos después de que la Fed comience a bajar tipos.
- Desaceleración estructural por problemas del sector inmobiliario, deuda local, envejecimiento, relaciones con EE. UU., etc.
- La inflación sigue bajo cero, pero se prevé que converja al 2% por las políticas expansivas, la normalización del precio de la carne de cerdo y la mejora de la confianza.
- Riesgos: deflación, recesión de balances, geopolítica, sector inmobiliario, débiles influjos de capital.

Eurozona: crecimiento lento e inflación en caída impulsan bajadas cautelosas de tipos desde junio, lo que favorece la recuperación económica posterior

EUROZONA: CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



(p): previsión.

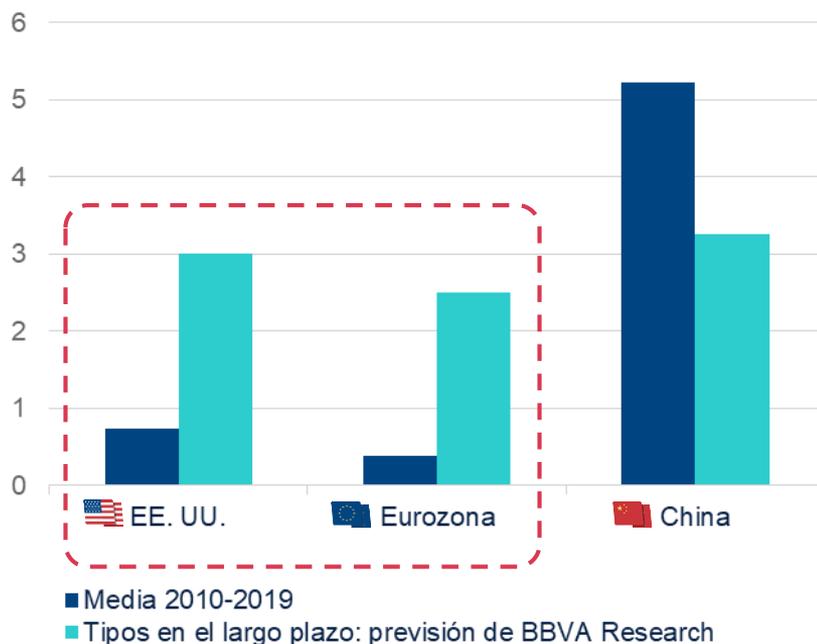
Fuente: BBVA Research.

- **Crecimiento:** estancamiento (sin recesión) en 2023, inicio de 2024; divergencia entre países.
- **Probable recuperación desde mediados de año**, pero menor previsión de PIB en 2025 por consolidación fiscal ante las nuevas reglas.
- **Previsiones de inflación a la baja por datos recientes y menores precios energéticos**, pese a inflación de servicios y dinamismo salarial.
- **Tipos de interés:** se esperan recortes de 75 pb este año y de 100 pb el próximo.
- **Seguirá la reducción del balance del BCE**, en parte debido a la rebaja del programa PEPP; nuevo marco operativo para el 2T24.
- **Riesgos:** tensiones geopolíticas, estanflación y tensiones por la deuda soberana.

En los próximos años, la geopolítica y otros factores contribuirán a mantener las presiones inflacionarias y las tasas de interés altas

TIPOS DE INTERÉS OFICIALES NOMINALES (*)

(%)



(*) En el caso de la Eurozona, tipos de interés de las operaciones de financiación.

Fuente: BBVA Research.

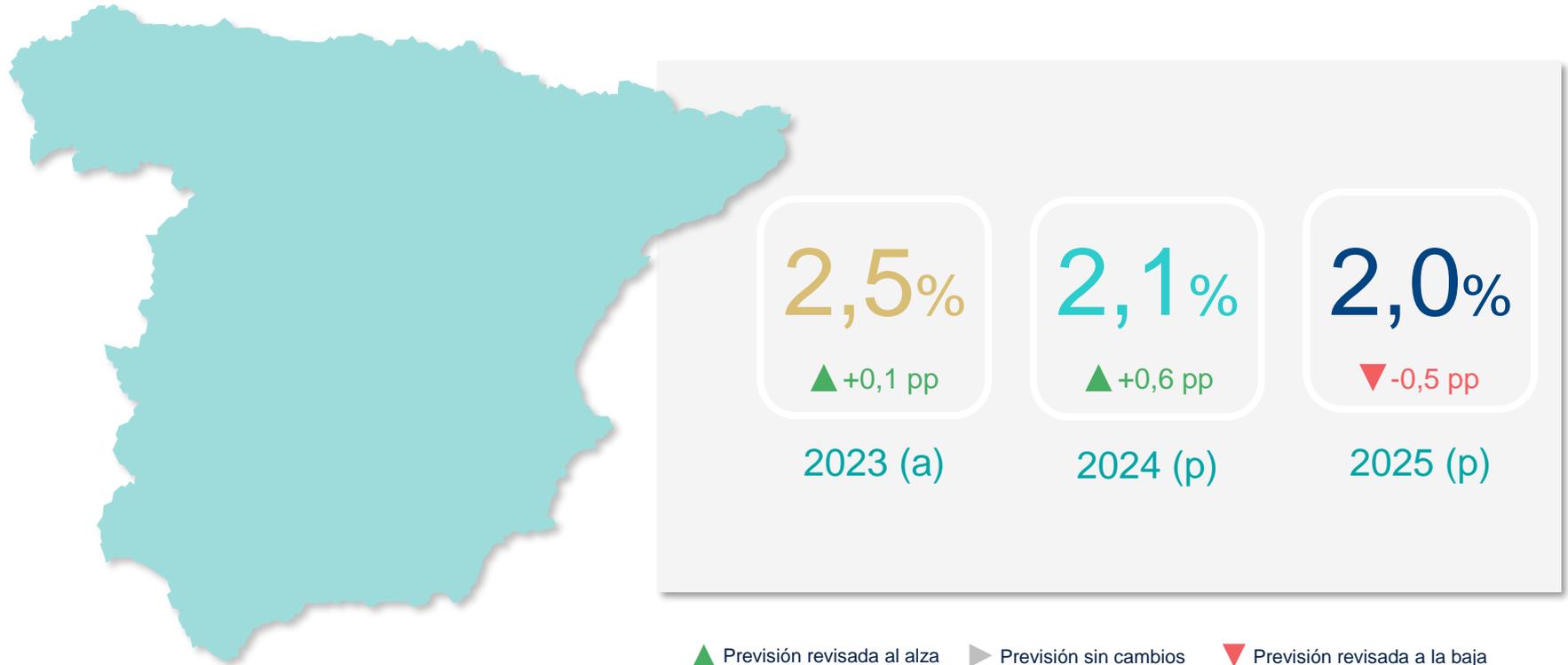
- **Geopolítica**, fuente de incertidumbre, choques de oferta y presiones sobre la inflación:
 - **conflictos** en Ucrania y Oriente Medio, y potencialmente en otras regiones: presión sobre precios de la energía y otros insumos;
 - **falta de coordinación** en cuestiones clave: proteccionismo, políticas climáticas, etc.
- **Otros factores** potencialmente inflacionarios:
 - **elecciones en EE. UU.** y otras regiones (políticas comercial, migratoria, etc.);
 - **fenómenos meteorológicos extremos**, políticas climáticas;
 - **mercados laborales**, demografía adversa;
 - **política fiscal**: fuerte gasto (defensa, cambio climático, social...); elevada deuda pública.
- **Las ganancias de productividad** podrían ayudar a debilitar las presiones inflacionarias.

02

Situación España

Marzo 2024

Revisiones al alza a corto plazo y a la baja en 2025



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

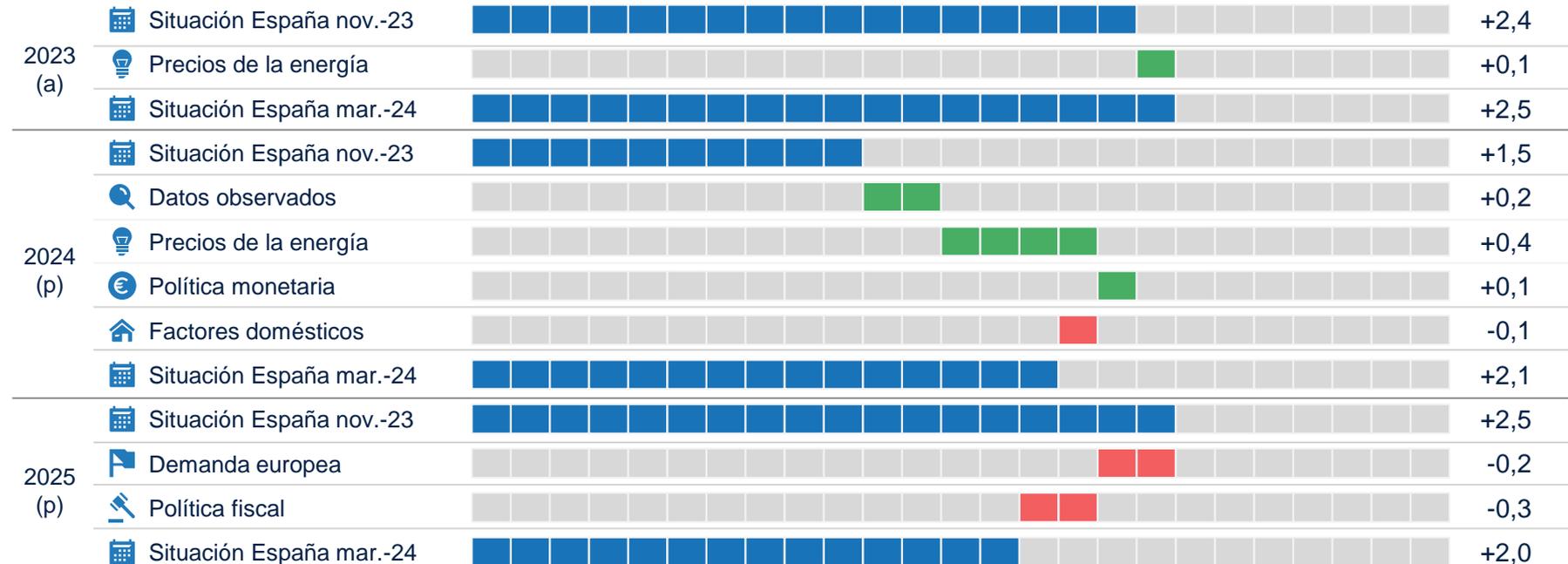
▲ Previsión revisada al alza ► Previsión sin cambios ▼ Previsión revisada a la baja

Al alza en 2024, a la baja en 2025

Mejoran los términos de intercambio, pero se prevé la vuelta de una política fiscal restrictiva

VARIACIÓN EN PREVISIONES DEL PIB DE ACUERDO A CONTRIBUCIONES POR FACTORES

(%)



(a): avance; (p): previsión.

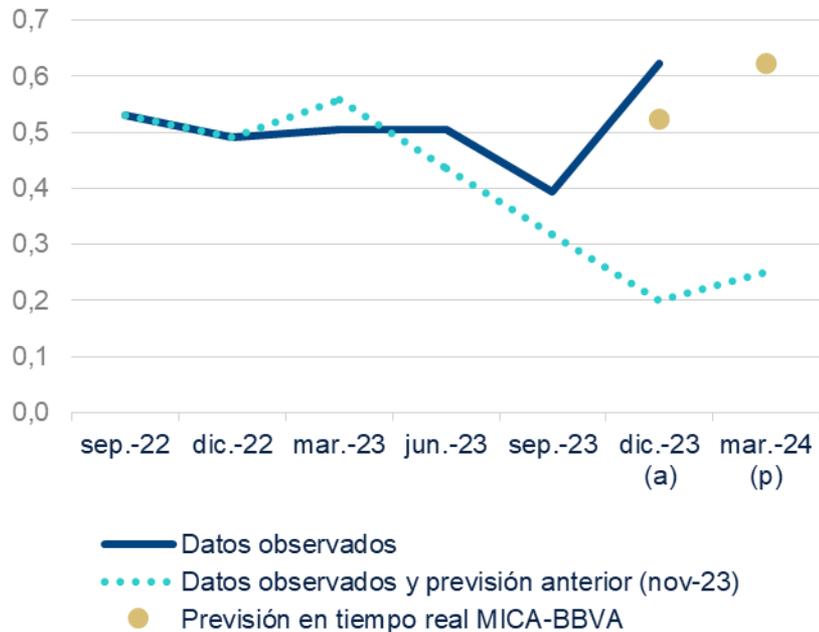
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024

La perspectiva a corto plazo es de una aceleración del crecimiento

VARIACIÓN INTERTRIMESTRAL DEL PIB

(%)



(a): avance; (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

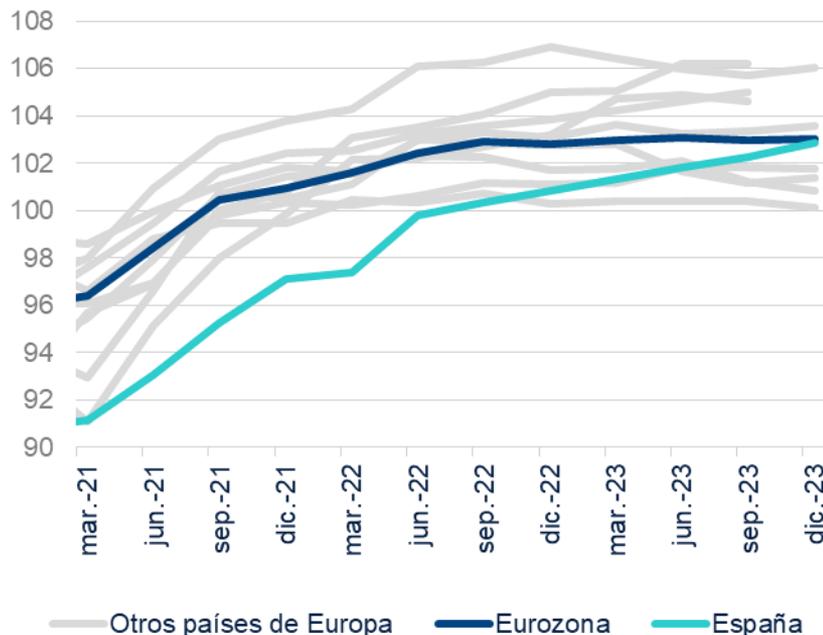
- El PIB habría acelerado su ritmo de crecimiento en el último semestre, registrando incrementos cercanos al 0,5 % trimestral. El avance de la afiliación a la Seguridad Social muestra una mejora progresiva desde octubre de 2023.
- La información en tiempo real apunta a que el consumo continúa creciendo, tanto el privado (0,5 % trimestral en el 1T24) como el de las Administraciones Públicas (0,2 %).
- El gasto con tarjeta realizado por los extranjeros en España adelanta que el consumo de no residentes seguiría avanzando (5,6 % trimestral), lo mismo que el resto de exportaciones de servicios no turísticos (0,5 %) y las de bienes (1,6 %).

Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024

Desde el 1T22, y particularmente en los últimos seis meses, España crece más que la UEM

UE: PIB

(DATOS CVEC, VOLÚMENES ENCADENADOS 4T19 = 100)



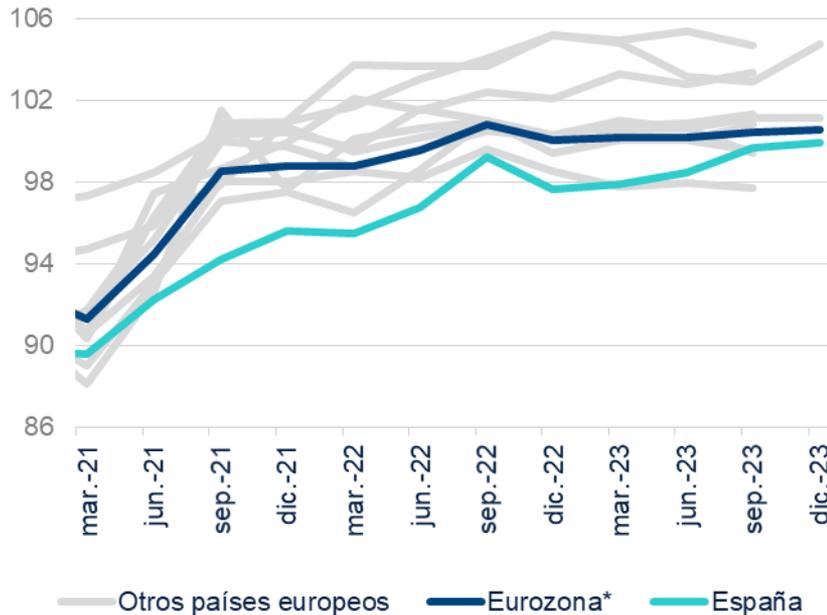
- España muestra un comportamiento diferencial respecto al resto de la eurozona desde el inicio de la invasión rusa a Ucrania.
- La convergencia en la recuperación tras la COVID-19 se produce gracias al mayor crecimiento del consumo (tanto público como privado) y a la aceleración en las exportaciones de servicios (tanto de los turísticos como del resto).
- La inmigración, las ganancias en competitividad precio y el cambio en los hábitos de consumo hacia una mayor participación de los servicios en la cesta de la compra de las familias explican la mejora relativa.

Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024

La mejora relativa se debe al buen tono del consumo y de las exportaciones de servicios

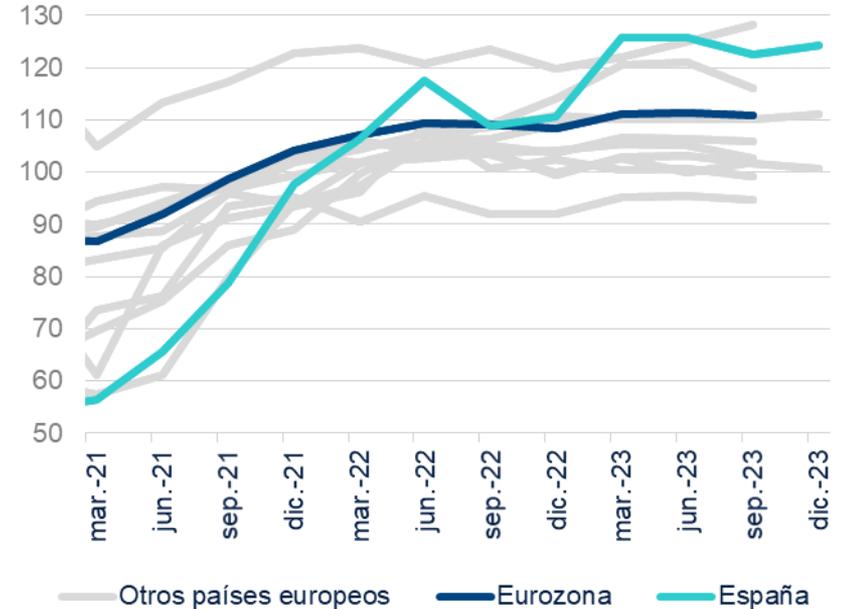
UE: CONSUMO PRIVADO

(DATOS CVEC, VOLÚMENES ENCADENADOS 4T19 = 100)



UE: EXPORTACIONES DE SERVICIOS

(DATOS CVEC, VOLÚMENES ENCADENADOS 4T19 = 100)



(*) Estimación para el 4T23.

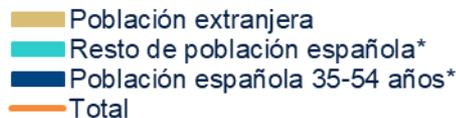
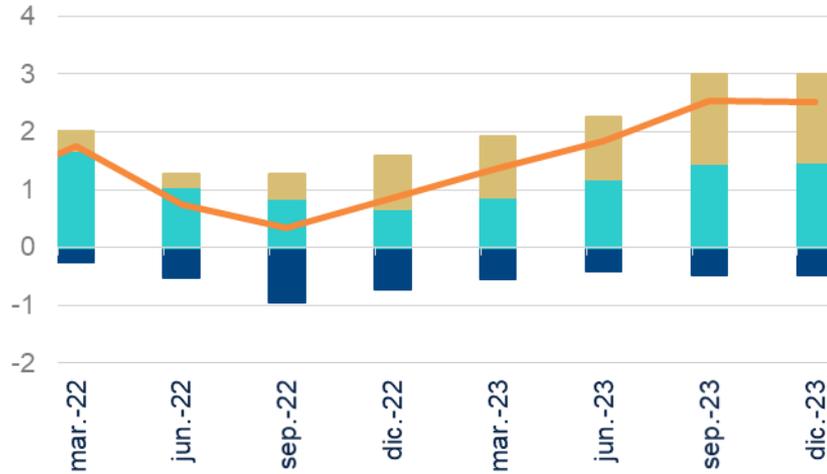
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024

La inmigración, la renta y el menor impacto de los tipos de interés sostienen al consumo

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA POBLACIÓN ACTIVA

(% Y PP)



(*) Incluye doble nacionalidad.

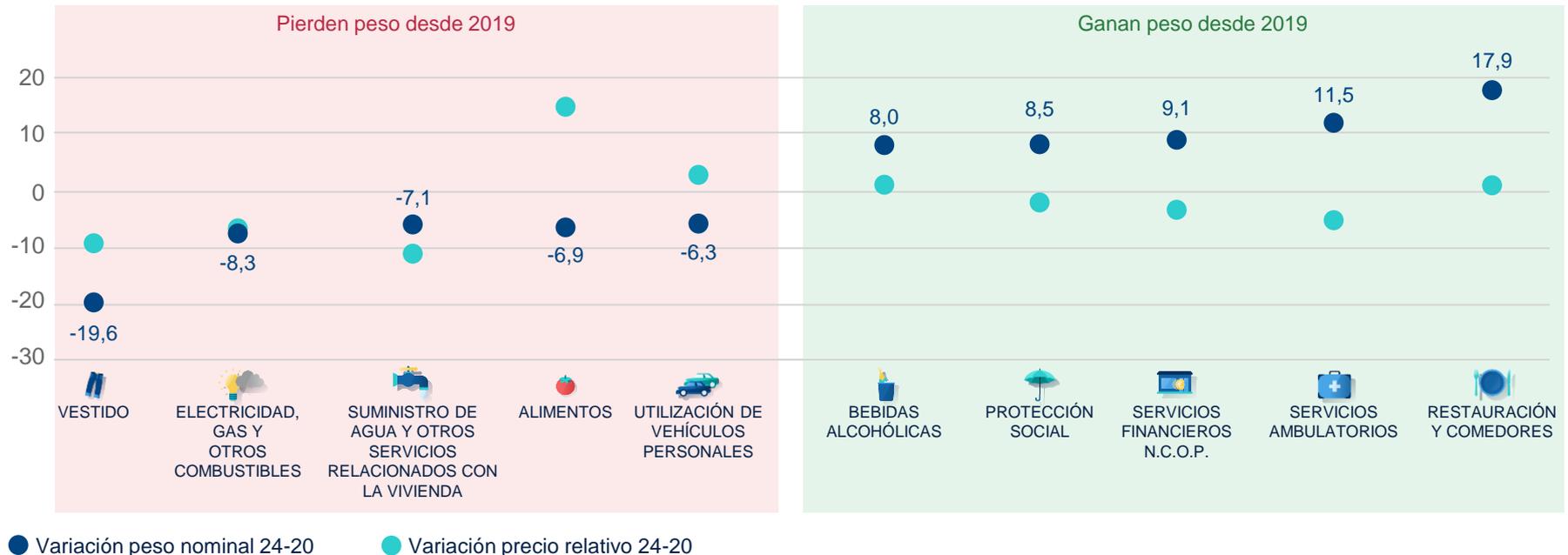
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

- 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. El desapalancamiento, la mayor participación de créditos a tipo fijo y las mejoras en el funcionamiento del sector financiero lo explican.
- Una parte del impulso en el gasto se debe al incremento de la inmigración y de la tasa de participación de los españoles, que están estimulando la creación de empleo.

Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024

Las familias consumen menos bienes y más servicios, como en EE. UU.

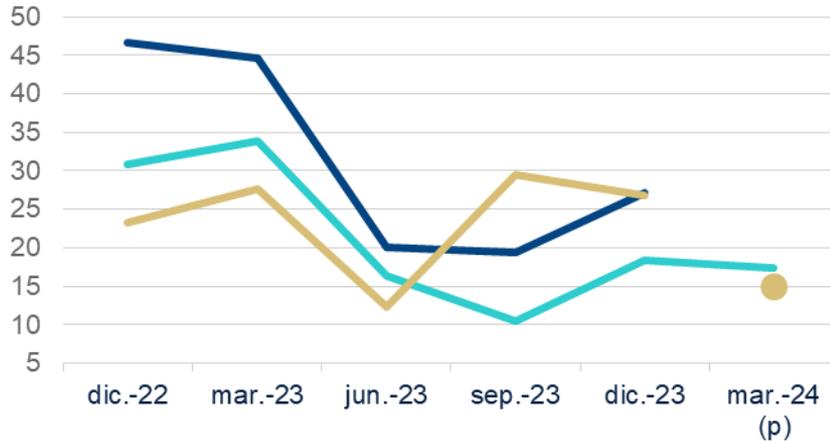
CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DE LA CESTA DE CONSUMO DE LOS HOGARES ENTRE 2019 Y 2023 Y EN PRECIOS RELATIVOS (TANTO POR MIL)



Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024

Las exportaciones de servicios apoyan el crecimiento de la economía española

GASTO NOMINAL DE TURISTAS EXTRANJEROS EN ESPAÑA EXPORTACIONES DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS (VARIACIÓN INTERANUAL EN %) (ÍNDICE. DIC-19 = 100)

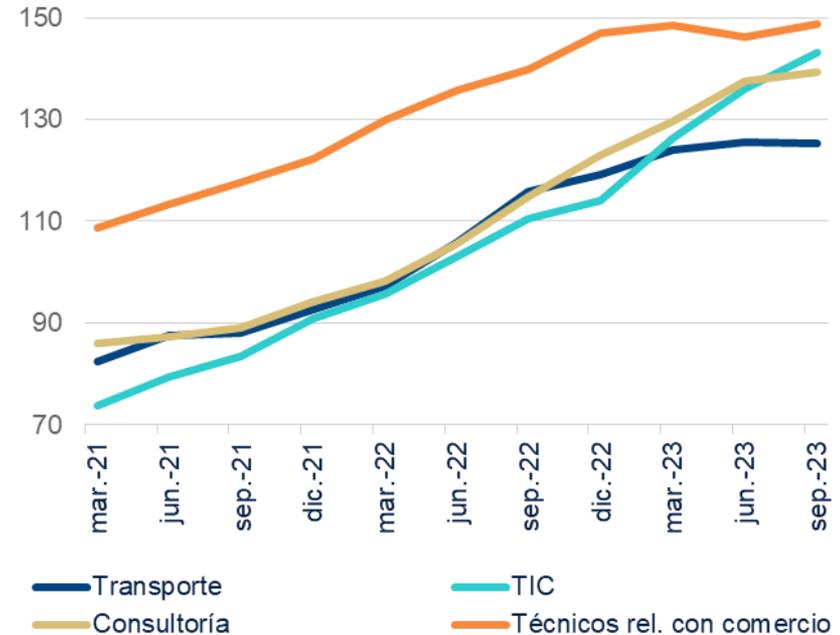


- Gasto de turistas extranjeros según Egatur
- Gasto con tarjetas extranjeras en TPV BBVA*
- Gasto de no residentes según CNTR

(p): previsiones.

(*) Gasto con tarjetas extranjeras en TPV BBVA entre el 1 de enero y el 25 de febrero de 2024.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BBVA..



- Transporte
- Consultoría
- TIC
- Técnicos rel. con comercio

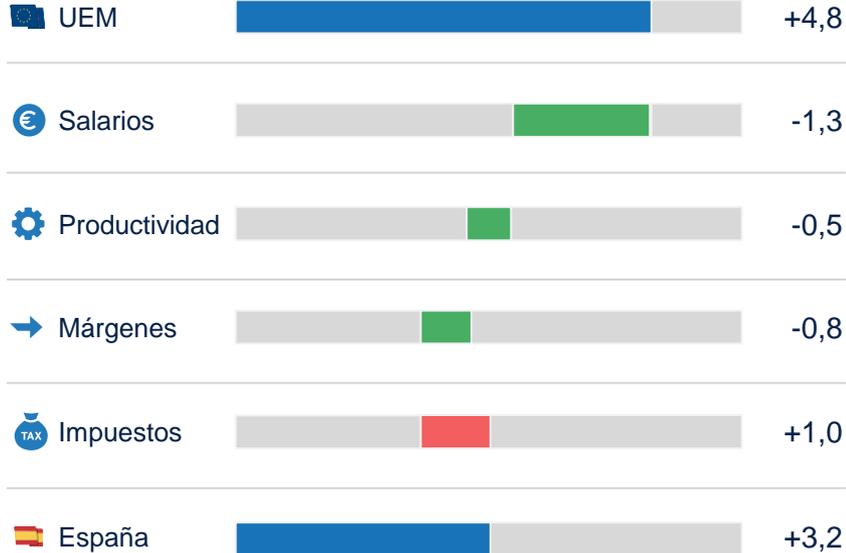
Fuente: BBVA Research a partir de BdE.

Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024

La mejora de la competitividad puede explicar parte de la recuperación de las exportaciones

DEFLACTOR DE LA DEMANDA FINAL 2019-2023

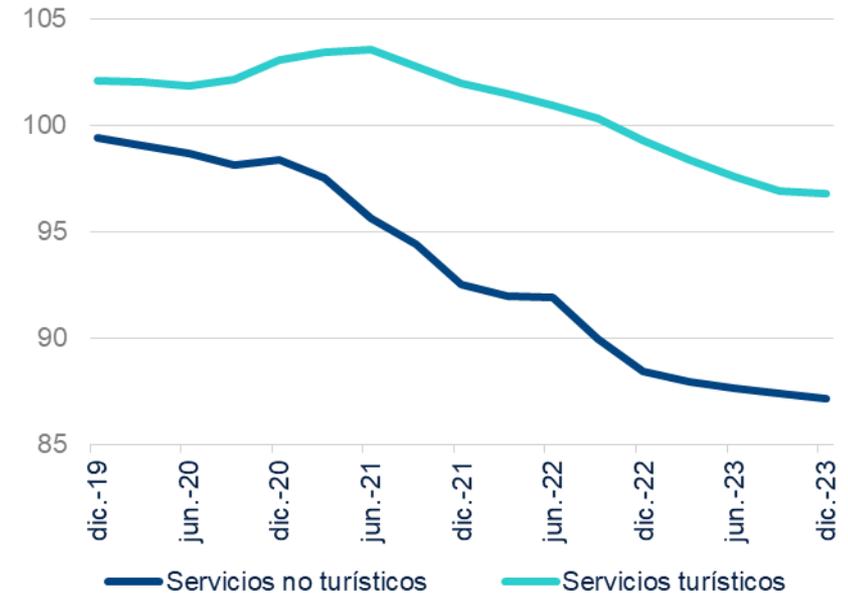
(TASA DE CRECIMIENTO MEDIA ANUAL (EN AZUL) Y CONTRIBUCIONES DEL DIFERENCIAL POR COMPONENTE, % y PP)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y AMECO.

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

(PRECIO DE EXPORTACIONES SOBRE IMPORTACIONES. PROMEDIO 4 TRIMESTRES. 2015 = 100)



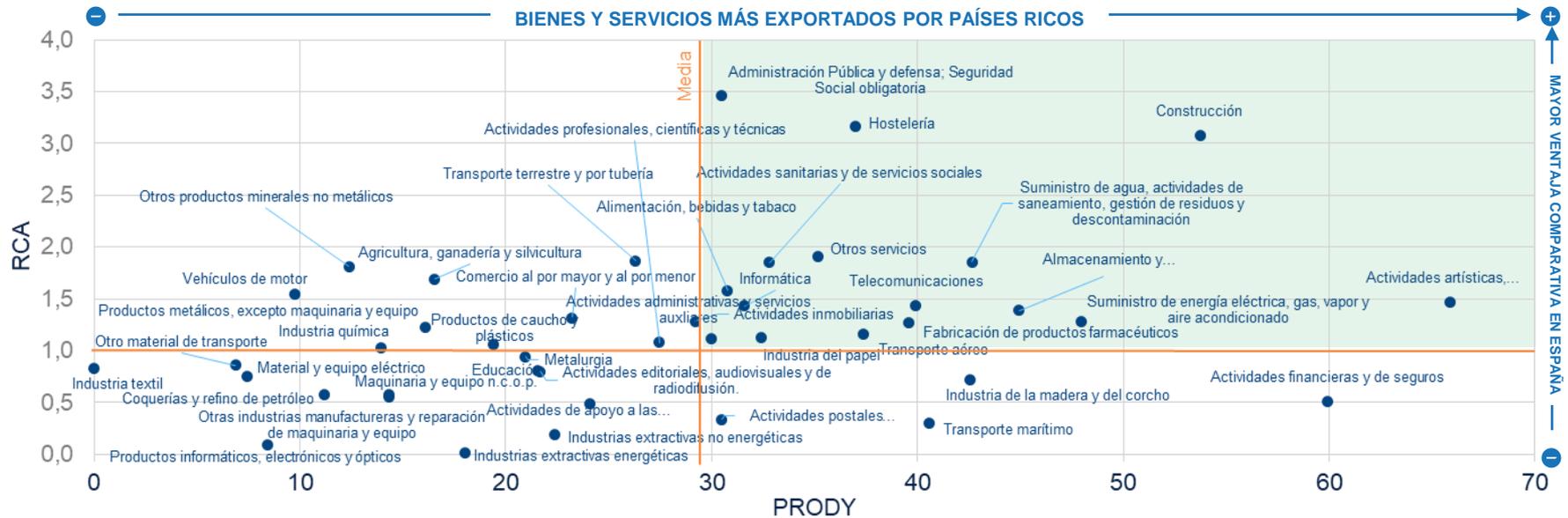
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024

España tiene una ventaja comparativa en servicios públicos, TIC, logística

VENTAJAS COMPARATIVAS DE LAS EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES Y SERVICIOS

(VALORES PRODY Y RCA AJUSTADOS, PROMEDIO 2014-2018)



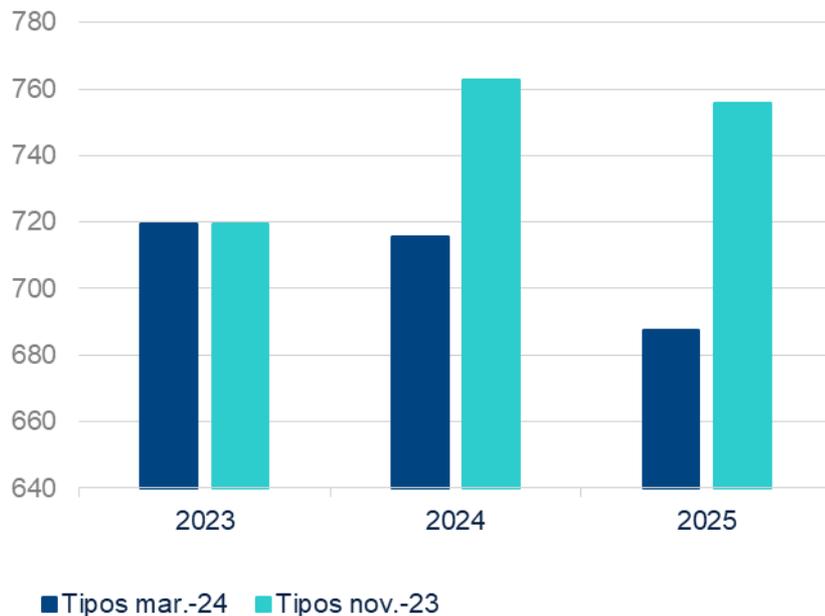
Nota: el RCA (Revealed Comparative Advantage) se calcula como la ratio entre el peso de las ventas de un producto realizadas por un país al exterior sobre el total de sus exportaciones y el peso de las exportaciones globales de ese producto sobre el total de las exportaciones de todos los países (un valor mayor que 1 indica que el país es competitivo en exportar ese producto). El PRODY se calcula como la suma ponderada del RCA por el PIB per cápita de todos los países que exportan ese producto (un nivel más alto indica que el producto es más sofisticado y es exportado principalmente por países ricos). Los índices ajustados excluyen el valor añadido foráneo incorporado en el producto exportado. A efectos de su representación, el PRODY está estandarizado para que el mínimo sea 0 y el máximo 100.

Fuente: BBVA Research a partir de OCDE, TIVA y Banco Mundial.

Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024

Se adelanta la caída de los tipos de interés

ESPAÑA: ESTIMACIÓN DE LA CUOTA HIPOTECARIA* (EUROS MENSUALES)



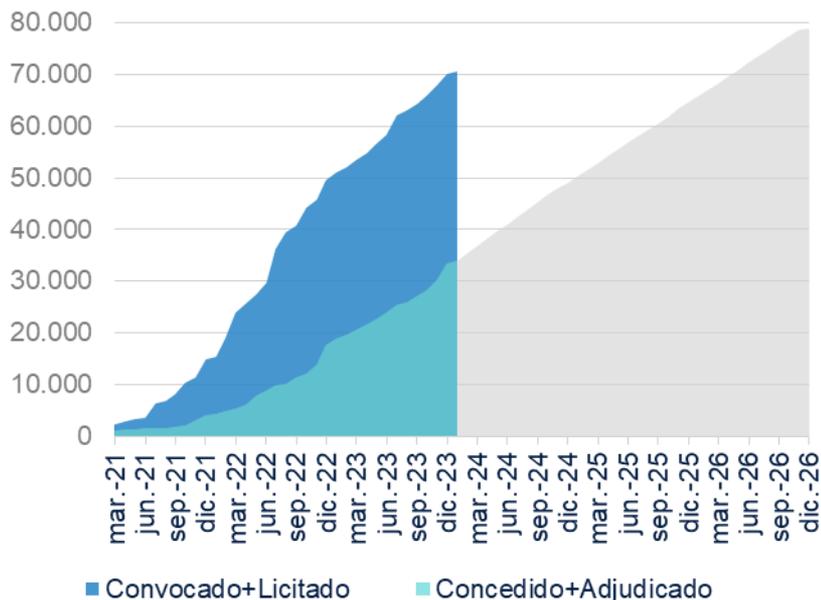
- El coste de la energía cae, lo que podría añadir hasta 0,4 pp al crecimiento del PIB en 2024.
- La inflación retrocede y podría alcanzar el 3,1 % en 2024 (casi medio punto por debajo de lo previsto en noviembre) y el 2,3 % en 2025.
- El euríbor a 12 meses ha descendido desde el 4,2 % observado en septiembre de 2023 hasta el 3,6 % en enero de 2024. La previsión para final de año se sitúa en el 3,3 %.
- La cuota hipotecaria se reduciría un 6 % en 2024 y un 9% en 2025 por la revisión a la baja de los tipos de interés hipotecarios de las nuevas operaciones (TAE).

(*) Primera cuota hipotecaria para las nuevas operaciones asociadas a la compra de una vivienda media, de 94m2, con condiciones de mercado medias.
Fuente: BBVA Research a partir de INE, BdE y MIVAU.

Se revisa al alza el crecimiento del PIB en 2024

La política fiscal está siendo más expansiva de lo que se preveía

LICITACIÓN OFICIAL Y SUBVENCIONES FINANCIADAS CON EL MRR (IMPUESTOS INCLUIDOS E IMPORTE DE LA AYUDA EQUIVALENTE. MILLONES DE EUROS)



Nota: Excluido del establecimiento de los acuerdos marco en licitaciones y de las convocatorias instrumentales en las subvenciones.

Fuente: BBVA Research a partir de la PLACSP y el SNPSAP (con datos hasta 12 de febrero de 2024).

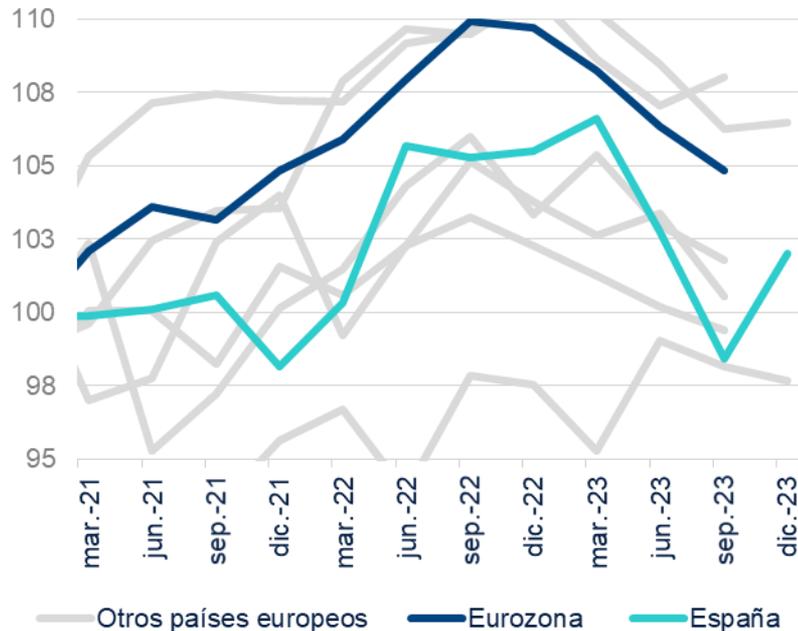
- Se ha anunciado la prórroga parcial de rebajas impositivas en 2024. Se mantienen los subsidios al uso del transporte público. Se han incrementado las pensiones contributivas en un 3,8 %, así como las mínimas y el Ingreso Mínimo Vital en un 6,9 %.
- Los fondos NGEU alcanzan velocidad de crucero. Se habrían licitado contratos y convocado subvenciones por 70.000 millones de euros, de los cuales, 33.500 millones estarían ya a disposición de familias y empresas. De mantenerse este ritmo, al final de 2026 se habría ejecutado la totalidad de las transferencias previstas en el Plan (79.870 millones de euros).

Se revisa a la baja 2025

Las exportaciones de bienes caen por la sequía, la atonía europea y la menor competitividad

UE: EXPORTACIONES DE BIENES

(DATOS CVEC, VOLÚMENES ENCADENADOS 4T19 = 100)



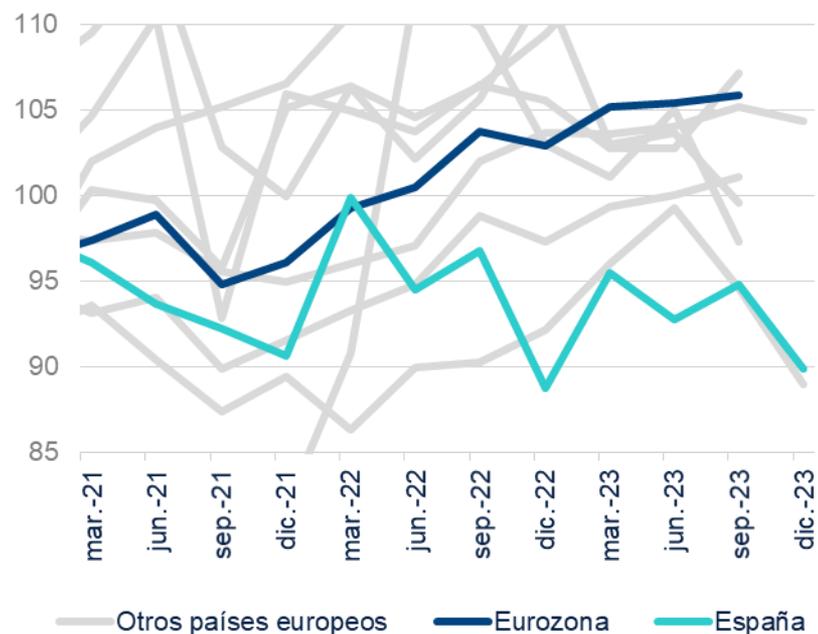
- Preocupa que la ralentización del crecimiento en ciertos sectores y países de la eurozona sea estructural. La economía alemana apenas muestra avances desde hace dos años. La mejora de la francesa es magra si se toma en cuenta el elevado desequilibrio en sus cuentas públicas.
- La caída del precio de la electricidad será clave. La inversión realizada para mejorar la eficiencia energética y aumentar la oferta de fuentes renovables puede suponer un punto de inflexión hacia delante. Hay un retraso en la producción de maquinaria y equipo necesaria para impulsar un modelo más sostenible y liderar la innovación.

Se revisa a la baja 2025

La tendencia de la inversión desciende por la mayor incertidumbre y los altos tipos de interés

UE: INVERSIÓN EN MAQUINARIA Y EQUIPO

(DATOS CVEC, VOLÚMENES ENCADENADOS 4T19 = 100)



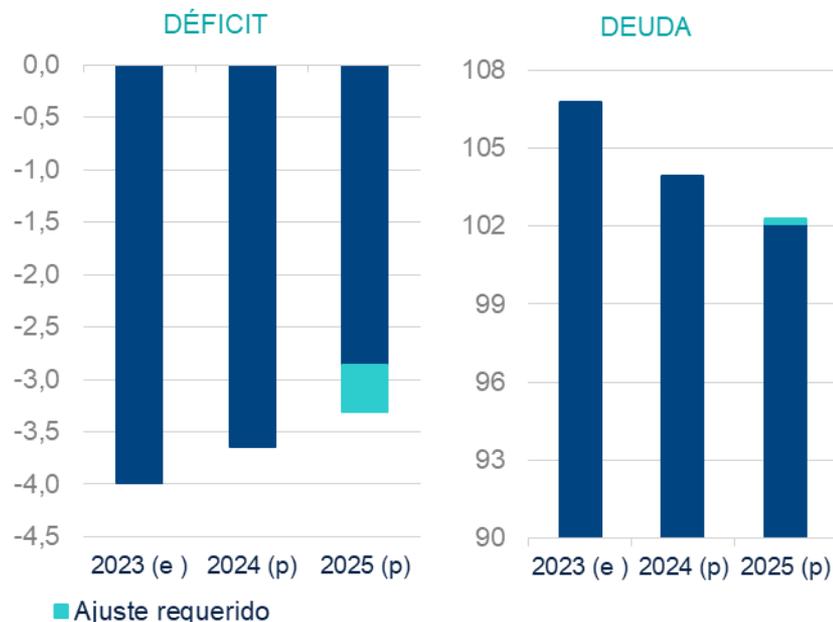
- La inversión privada padece el estancamiento en la eurozona, el encarecimiento de los costes energéticos, el aumento de los tipos de interés y, sobre todo, la incertidumbre de política económica y geopolítica.
- El impacto del incremento en el coste financiero se nota en la caída del crédito a las empresas no financieras (-4,8 % interanual en diciembre de 2023), 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 %).

Se revisa a la baja 2025

La política fiscal se prevé que sea contractiva en 2025

DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA SEGÚN PDE

(% DEL PIB)



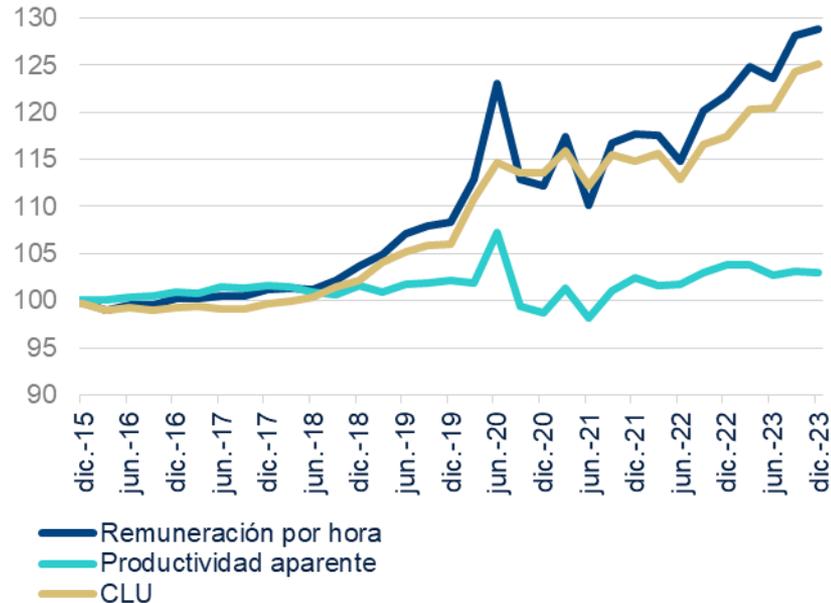
- Las nuevas reglas fiscales en Europa requerirán de ajustes importantes y sostenidos en el tiempo en varias economías, incluyendo la española, a partir de 2025.
- Países con déficits superiores al 3 % del PIB y niveles de deuda pública por encima del 90 % tendrán que comprometerse a implementar medidas estructurales de **consolidación entre 0,4 y 0,6 pp del PIB por año**. La distancia entre los niveles actuales y los objetivos es tan grande que los esfuerzos tendrán que **prolongarse cuando menos un quinquenio**.

Se revisa a la baja 2025

El crecimiento de la productividad será clave para mantener el empleo

COSTE LABORAL UNITARIO NOMINAL POR HORA TRABAJADA

(2015 = 100, DATOS CVEC)



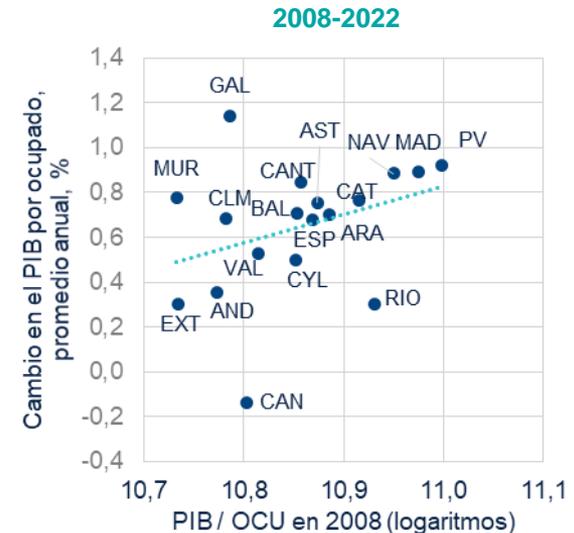
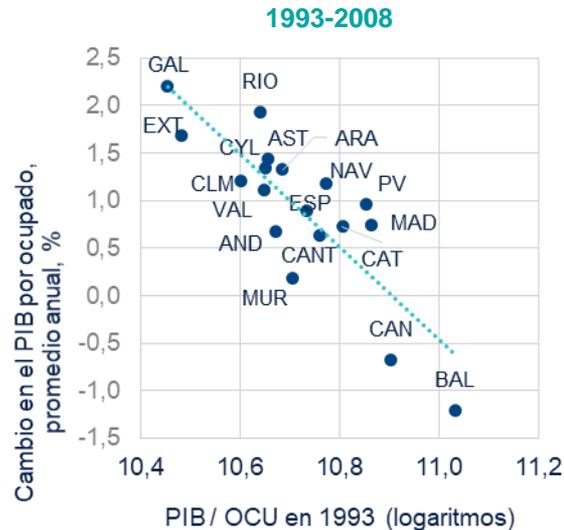
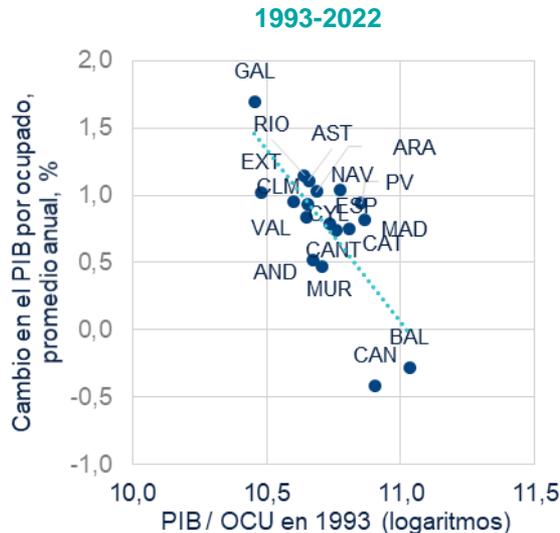
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

- El estancamiento de la productividad en un entorno de aumento de costes laborales puede poner en peligro el avance del sector servicios.
- Las cotizaciones a la Seguridad Social han añadido presión a la nómina de las empresas. 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.
- La recuperación del poder adquisitivo de los trabajadores y el mantenimiento del empleo sólo serán posibles en un entorno donde mejore la productividad.

Se revisa a la baja 2025

Los salarios continúan aumentando de manera controlada, no así los costes laborales

PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL TRABAJO EN LAS CC.AA. (LOGARITMOS)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

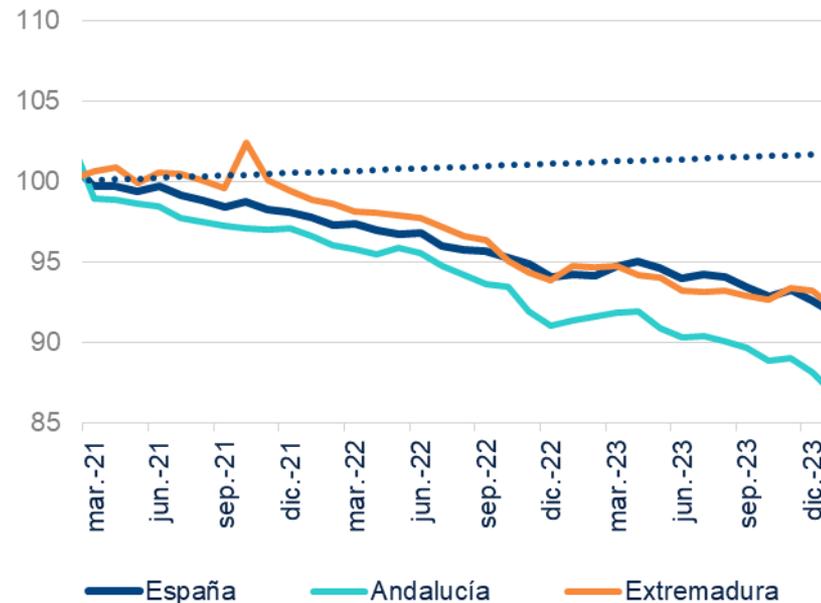
Desde 2008, el crecimiento promedio anual de la productividad laboral ha sido cercano a cero, e incluso ha caído en regiones donde ya era relativamente baja, lo que ha impedido que continúe el proceso de convergencia entre comunidades autónomas.

Se revisa a la baja 2025

El aumento de los costes en la agricultura puede tener efectos permanentes

AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL EN EL SECTOR AGRARIO

(ENE-21 = 100, CVEC)



La línea punteada corresponde a la evolución que habría mostrado la senda de España en caso de seguir la tendencia ene.15 – dic.19.

Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social.

- Permanecen distintas restricciones de oferta que limitarán el avance del empleo. El envejecimiento de la población está reduciendo la disponibilidad de ocupados 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.**
- El sector agroalimentario enfrenta **cambios estructurales** impulsados por la falta de mano de obra, el incremento de los costes laborales y la sequía.

Se revisa a la baja 2025

La adenda al PRTR tendrá un impacto limitado



OBSTÁCULOS
ADMINISTRATIVOS

EJEMPLO

PLAN MOVES

CONVOCADO

1.400
MILLONES

ADJUDICADO

900
MILLONES



MENOR IMPACTO
DE LA ADENDA

EJEMPLO

PRÉSTAMOS
REPRESENTAN

15%
DEL CRÉDITO
A EMPRESAS

Elevada probabilidad de
efecto sustitución, el crédito
a empresas cae un

7% (en términos
reales)

Efecto más inmediato, pero la magnitud
dependerá de qué tan favorables sean las
condiciones de la financiación



MENOS
REFORMAS POR
INCERTIDUMBRE
POLÍTICA

MODIFICACIONES AL
SUBSIDIO POR DESEMPLEO
DE LARGA DURACIÓN

Falta de consenso sobre lo que se
necesita hacer

Incertidumbre de política económica

03

Previsiones

Previsiones

% a/a	2022	2023 (a)	2024 (p)	2025 (p)
Gasto en consumo final nacional	3,4	2,3	2,2	1,5
Consumo privado	4,7	1,8	2,0	1,7
Consumo público	-0,2	3,8	2,6	1,0
Formación bruta de capital fijo	2,4	0,6	3,1	7,3
Equipo y maquinaria	1,9	-1,8	2,5	8,9
Construcción	2,6	2,2	3,5	7,2
Vivienda	1,4	0,3	2,5	7,5
Demanda interna*	2,9	1,7	2,5	2,5
Exportaciones	15,2	2,4	3,4	2,7
Exportaciones de bienes	4,5	-1,7	3,5	3,2
Exportaciones de servicios	48,6	12,3	3,3	1,6
Consumo final de no residentes en el territorio económico	117,8	19,1	5,0	1,3
Importaciones	7,0	0,3	5,0	4,4
Demanda externa*	2,9	0,8	-0,4	-0,5
PIB real pm	5,8	2,5	2,1	2,0

* Contribución al crecimiento del PIB.

(a): avance. (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

Previsiones

% a/a	2022	2023 (a)	2024 (p)	2025 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,7	3,2	2,6	1,8
Empleo, EPA	3,1	3,0	2,6	2,0
Tasa de paro (% población activa)	12,9	12,1	11,4	10,9
IPC (media anual)	8,4	3,5	3,1	2,3
Deflactor del PIB	4,4	6,1	4,4	2,9
Tipo de interés oficial (fin de periodo, %)	2,50	4,50	3,75	2,75
Tipo de cambio EUR-USD (promedio anual)	0,99	0,92	0,91	0,88
Déficit Público (% PIB)	-4,7	-4,0	-3,6	-2,9
Deuda Pública (% PIB)	111,6	107,7	104,8	103,1

(a): avance. (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.

Situación España

Marzo 2024