

España: las estimaciones del PIB en 2024-2025 se revisan al alza, pero el nuevo marco de gobernanza fiscal añade incertidumbre

Perspectivas Macro para España y las Finanzas de sus Gobiernos Regionales

3T2024 RESUMEN EJECUTIVO



España: las estimaciones del PIB en 2024-2025 se revisan al alza, pero el nuevo marco de gobernanza fiscal añade incertidumbre

Resumen Ejecutivo

Escenario macro global

En los últimos meses, a escala global, la actividad económica ha experimentado una cierta aceleración, a la vez que se ha prolongado el proceso de desinflación, si bien con una intensidad menor de lo esperado. El ritmo de expansión de la actividad se aceleró ligeramente en los primeros meses del año - especialmente en el caso de las ramas vinculadas a los servicios - y registró un dinamismo por encima del previsto en algunas zonas geográficas, como el área del euro.

En términos generales, esta evolución favorable de la actividad económica global descansó principalmente en el dinamismo del consumo, tanto privado como público, en un contexto en el que prosiguió el buen comportamiento de los mercados de trabajo. Por el lado de la oferta, el vigor de la actividad siguió basándose primordialmente en los servicios. Como resultado de todo ello, y de los indicadores más recientes, en los últimos meses **el consenso de los analistas ha revisado ligeramente al alza las perspectivas para el crecimiento global de 2024, hasta alrededor del 3%, un avance aún modesto en términos históricos.**

En el área del euro, la actividad económica muestra señales incipientes de una recuperación que podría consolidarse en los próximos trimestres. Según la estimación de Eurostat, el PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM) avanzó un 0,3% en el primer trimestre de 2024, frente a la ligera caída del 0,1% del trimestre precedente. La tasa registrada superó en dos décimas el crecimiento esperado por el ejercicio de proyecciones del BCE de marzo e implicó sorpresas positivas apreciables en las cuatro grandes economías de la región.

Por su parte, **la inflación ha proseguido su senda de desaceleración en los primeros meses de 2024, aunque con menos fuerza que en el transcurso de 2023.** En parte, ello se ha debido a que, en regiones como la Unión Económica y Monetaria y Estados Unidos, la inflación de los servicios - que, de acuerdo con los patrones históricos, se caracteriza por presentar un grado de inercia mayor

que el resto de los componentes de la cesta de consumo - ha venido mostrando recientemente una resistencia a la baja mayor que la anticipada. Además, en los últimos meses, los precios del petróleo y del gas en los mercados internacionales se han situado por encima de lo esperado, en un contexto en el que aún persisten considerables tensiones geopolíticas.

De cara a los próximos trimestres, no se prevén cambios significativos en estas dinámicas macro-financieras relativamente favorables. En particular, el consenso de los analistas espera que, en un contexto en el que los servicios y los mercados de trabajo mundiales continúan mostrando un considerable vigor, la actividad económica mundial gane algo de tracción a lo largo del período 2024-2026. En todo caso, el ritmo de expansión del PIB global en este período sería relativamente modesto desde una perspectiva histórica como consecuencia, entre otros factores, de la elevada incertidumbre que aún caracteriza al escenario geopolítico actual y del tono eminentemente restrictivo que se anticipa para la política monetaria global durante gran parte de este horizonte temporal.

El escenario macro en España: el dinamismo de la actividad económica sigue sorprendiendo al alza

En España, **la actividad económica registró un elevado dinamismo en el primer trimestre del año - por encima de lo esperado -**, y los indicadores disponibles para el segundo trimestre sugieren que el PIB seguiría mostrando un ritmo de expansión apreciable. La economía española registró en los primeros tres meses del año un ritmo de crecimiento intertrimestral del 0,7% - frente al 0,4% previsto por el Banco de España en marzo.

El elevado dinamismo de la actividad en los tres primeros meses del año se sustentó en la demanda exterior neta - con una contribución de 0,5 pp al crecimiento del PIB -, en un contexto en el que las exportaciones de servicios turísticos aumentaron un 19% intertrimestral. En cambio, la contribución de la demanda nacional al avance del PIB - de 0,2 pp - se moderó con respecto a la observada en el tramo final de 2023.

En comparación con las proyecciones recogidas en el pasado informe de mayo, **el crecimiento del PIB en 2024 se revisa al alza en 0,4 puntos porcentuales (pp), hasta el 2,3%**, y se mantiene sin cambios en 2025 (1,9%) y en 2026 (1,7%). El principal factor que explica la revisión de la tasa media de avance del producto este año es el efecto arrastre positivo resultante de los nuevos datos recogidos en el avance de la contabilidad nacional, tanto de la revisión al alza de las tasas de crecimiento de los últimos trimestres de 2023 como del crecimiento por encima de lo esperado en el primer trimestre del año.

FIGURA 1 Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española.
Tasas de variación anual sobre el volumen (%) y en porcentaje del PIB

Tasas de variación anual sobre el volumen (%) y en porcentaje del PIB	2023	Proyecciones julio 2024			Proyecciones mayo 2024		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026
PIB	2,5	2,3	1,9	1,7	1,9	1,9	1,7
Consumo privado	1,8	2,4	2,0	1,7	2,3	1,9	1,7
Consumo público	3,8	1,6	1,7	1,5	1,2	1,7	1,5
Formación bruta de capital	-0,4	2,2	2,4	2,1	1,9	2,4	2,0
Exportación de bienes y servicios	2,3	2,4	2,4	2,7	1,7	3,0	2,9
Importación de bienes y servicios	0,3	2,0	2,7	3,0	2,1	3,4	3,0
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	1,7	2,1	1,9	1,7	2,0	1,9	1,6
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,8	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,1
PIB nominal	8,6	5,4	4,0	3,5	4,8	4,1	3,6
Deflactor del PIB	5,9	3,0	2,1	1,8	2,9	2,2	1,9
IAPC	3,4	3,0	2,0	1,8	2,7	1,9	1,7
IAPC sin energía ni alimentos	4,1	2,6	2,0	1,9	2,2	1,9	1,8
Empleo (horas)	1,9	1,1	1,7	1,2	1,8	1,1	0,9
Tasa de paro (% población activa) Media anual.	12,2	11,6	11,3	11,2	11,6	11,5	11,3
Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación de la nación (% PIB)	3,7	3,6	3,7	3,7	3,4	3,5	3,6
Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación de las AA.PP (% PIB)	-3,6	-3,3	-3,1	-3,2	-3,5	-3,5	-3,5
Deuda de las AA.PP (% PIB)	107,7	105,8	106,2	107,2	106,5	107,2	108,4

Fuente: INE, Banco de España
Nota último dato publicado de la CNTR: primer trimestre de 2024

De cara a los próximos trimestres, **se prevé que las tasas de avance del PIB converjan paulatinamente hacia aquellas acordes con la capacidad de crecimiento potencial de la economía española**, que, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, se situaría alrededor del 1,6 % interanual al final del horizonte de proyección.

Esta evolución prevista del PIB refleja el impacto neto sobre la actividad económica de diversos factores que inciden sobre la misma en direcciones opuestas. Por un lado, se espera que en los próximos trimestres se debiliten algunos de los vientos de cola que han impulsado recientemente el crecimiento de la economía española, tales como la existencia de una importante demanda embalsada de determinados bienes y servicios y la corrección de algunas de las perturbaciones de oferta negativas que lastraron la actividad en 2021 y 2022.

La demanda interna será el principal soporte de la actividad a lo largo del periodo 2024-2026. El consumo de los hogares, que será el componente con una mayor aportación positiva al crecimiento del PIB, mostrará un dinamismo creciente en los próximos trimestres, favorecido por el incremento de las rentas reales - en consonancia con la evolución prevista de la creación de empleo, de los salarios y de la inflación -, el aumento de la población y la mejora de la confianza de las familias.

El potencial de creación de empleo ha aumentado con la inmigración y el incremento en la tasa de participación. En 2019, la población activa creció, en promedio, alrededor de un 1% anual. En 2023, el crecimiento fue del 2,1%. La inmigración es una parte fundamental de la capacidad de la economía española para generar puestos de trabajo: en 2023, un 71% del nuevo empleo correspondió a personas nacidas en el extranjero.

A finales de 2026, el PIB de la economía española se situará un 8,9% por encima del registrado antes del comienzo de la pandemia de COVID-19, un incremento que, no obstante, será sensiblemente menor (del 4,8%) en términos per cápita.

Principales riesgos a nuestras proyecciones

Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones se encuentran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad, mientras que, en el caso de las previsiones de inflación, estos se consideran sesgados al alza en los próximos trimestres y equilibrados en 2025 y 2026.

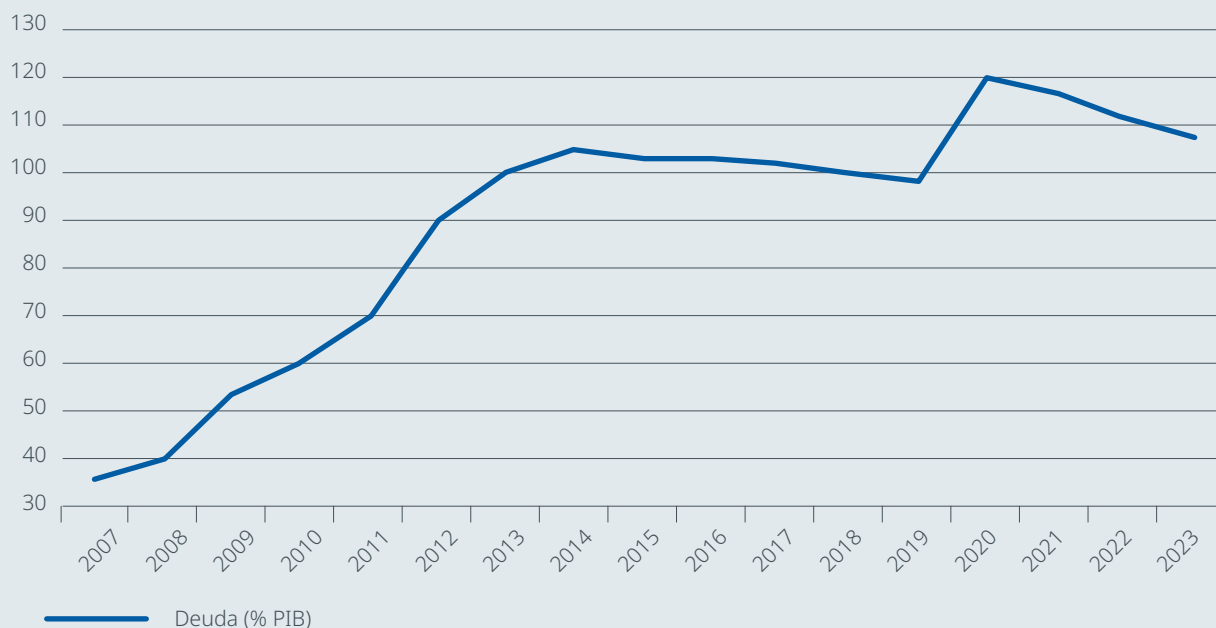
En el ámbito externo, las principales fuentes de incertidumbre siguen estando centradas en la evolución futura de los actuales focos de tensión geopolítica mundial, - por ejemplo, las asociadas a los conflictos bélicos en Ucrania y la Franja de Gaza o a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China - suponen, en caso de una escalada, un considerable riesgo a la baja sobre la actividad y al alza sobre los precios. Por otra parte, en el ámbito doméstico, sigue existiendo una elevada incertidumbre en cuanto al ritmo de ejecución de los proyectos asociados al programa NGEU y a su impacto sobre la inversión privada y la actividad económica.

El estancamiento de la inversión supone un cuello de botella para la mejora de la productividad y de la competitividad. La recuperación económica se produce sin una acumulación de capital proporcional al incremento de la actividad como la observada en otros entornos de crecimiento: la inversión se sitúa todavía un 1% por debajo de los niveles anteriores a la pandemia, mientras que el PIB ya se encuentra casi un 4% por encima.

Tras una significativa reducción en los últimos tres años, proyectamos una estabilización de la ratio de deuda en el medio plazo

La ratio española de deuda sobre PIB se situó a finales de 2023 en el 107,7%, lo que supone una reducción de 4 puntos en el año, como consecuencia principalmente de una contribución elevada del deflactor del PIB. Respecto al nivel de 2019, el incremento es de 9,4 puntos (Figura 2). Las previsiones macro-fiscales de la AIREF proyectan para este año una disminución en la ratio de deuda de 1,8 puntos del PIB, aunque en el primer trimestre de 2024 se situó en el 108,9%.

FIGURA 2 Evolución deuda Administraciones Públicas en 2007-2023 (% PIB)

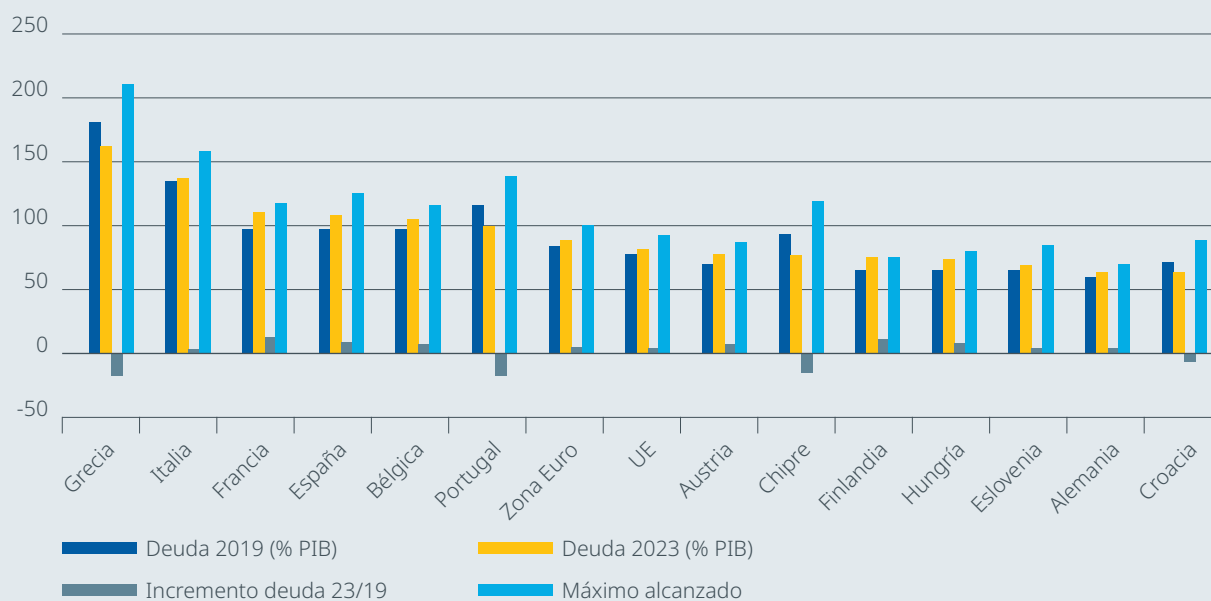


Fuente: Banco de España

La acumulación de niveles históricos de deuda ha venido marcada por la crisis financiera de 2008, desde donde se pasó de una situación de partida de un ratio deuda/PIB del 35,8% en 2007 a un 105,1% en 2014 (incremento de 69,3 pp) y la provocada por la pandemia en 2020, donde se pasó de un punto de partida del 98,2% de ratio deuda/PIB a un pico por encima del 120% en 2020 que se ha reducido hasta un 107,7% a cierre de 2023, pero que todavía sigue representado, como se comenta al principio de esta sección, un incremento de 9,4 pp desde el punto de partida de 2019.

España es en la actualidad uno de los países de la UEM con mayores niveles de deuda, por detrás de Grecia, Italia y Francia, y con un nivel similar al de Bélgica (Figura 3). En 2019 España ya era uno de los países de la eurozona con la ratio de deuda más elevada, y la pandemia ha contribuido a consolidar esta situación. Portugal, tras un repunte inicial muy considerable, ha conseguido reducir su déficit en los tres últimos años hasta alcanzar un superávit presupuestario que le ha permitido reducir considerablemente su deuda.

FIGURA 3 Deuda (% PIB) en 2023 y variación respecto al nivel prepandemia



Fuente: Banco de España

Se observa que hay una clara asimetría en el control de las variables clave del nuevo marco fiscal que entrará en vigor a partir de 2025. Por un lado, **la Administración Central concentra el 74% de la deuda pública en España**, mientras que, por el lado del gasto primario, las comunidades autónomas gestionan el 32% del gasto público, con sanidad y dependencia muy presionadas por el envejecimiento. Las entidades locales un 12% del gasto con competencias en materia de aguas, residuos, transporte urbano, asistencia social a mayores, etc. En total, **las Administraciones territoriales gestionan el 44% del gasto público**, que será crucial en el nuevo marco fiscal europeo.

Las Comunidades Autónomas: el rol de los mecanismos extraordinarios de financiación y senda de deuda a futuro

Desde el mínimo alcanzado en 2007 (5,8%), la ratio de deuda sobre el PIB de las comunidades autónomas aumentó más de 21 puntos hasta situarse en 2020 en su valor máximo (27,2%) coincidiendo con el repunte de la pandemia. Desde ese punto la ratio se ha reducido 4,9 puntos hasta situarse en el 22,2% del PIB a finales de 2023, algo por debajo de los niveles en torno al 24% donde la ratio se había estabilizado en los años previos al COVID. **El conjunto del subsector supera la referencia legal del 13% establecido por la Ley Orgánica de Estabilidad Presupuestaria (LOEPSF) en 9,2 puntos**, siendo el año 2010 el último año donde se situó por debajo de esta referencia.

Tras un crecimiento muy rápido entre 2012 y 2016 del uso de los mecanismos encargados de suministrar liquidez a las comunidades autónomas (Fondo de Liquidez Autonómica, Facilidad Financiera y Fondo de Pago a Proveedores), el peso de estos fondos en la financiación autonómica se ha mantenido muy estable en el último periodo (2017-2023), en torno al 60%. Tres comunidades autónomas, Cataluña, la Comunitat Valenciana y Andalucía, acumulan el 75% del valor total de los fondos (Figura 4).

FIGURA 4 Desglose individual de deuda financiera y peso en los mecanismos extraordinarios de financiación

	Deuda financiera		Deuda FFCAA	
	(% PIB)	(% sobre total subsector)	(% sobre deuda CC.AA)	(% sobre total FFCAA)
Comunidad Valenciana	41,5	17,5	88,3	25,6
Castilla La Mancha	31,5	4,9	80,2	6,5
Murcia	31,4	3,8	92,1	5,7
Cataluña	31,1	26,5	85,2	37,3
Baleares	22,1	2,6	62,4	2,7
Extremadura	21,6	1,6	68,0	1,8
Aragón	19,7	2,7	64,5	2,9
Castilla y León	19,6	4,2	12,8	0,9
Cantabria	19,6	1,0	92,9	1,5
Andalucía	19,3	11,6	64,1	12,3
La Rioja	16,6	0,5	56,8	0,5
Galicia	16,2	3,8	18,6	1,2
Asturias	14,8	1,3	17,1	0,4
Madrid	13,3	11,7	0,0	0,0
País Vasco	12,7	3,4	0,0	0,0
Cantabria	11,7	1,9	20,3	0,6
Navarra	11,7	0,9	0,0	0,0
Total	22,2	100,0	60,5	100,0

Fuente: Banco de España

La Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos (CDGAE) acordó asignar a las comunidades autónomas para el tercer trimestre de 2024 un total de 11.624,39 millones de euros con cargo al Fondo de Financiación a Comunidades Autónomas. En concreto, se destinaron 11.150,66 millones de euros al Fondo de Liquidez Autonómico (FLA) y los 473,73 millones restantes al compartimento Facilidad Financiera (FF).

En este acuerdo, como ocurrió con los anteriores trimestres, **no se incluye asignación para las Comunidades Autónomas de Asturias, Canarias, Castilla y León, Galicia, Madrid, Navarra y País Vasco**, dado que no han solicitado financiación con cargo a los compartimentos Facilidad Financiera y Fondo de Liquidez Autonómico correspondientes al Fondo de Financiación a las Comunidades Autónomas de 2024.

FIGURA 5 Distribución trimestral de los mecanismos extraordinarios de Financiación por Comunidad Autónoma en 2024

Comunidad Autónoma	FFCCAA 2024				Total
	1T*	2T	3T	EF 1	
Andalucía	64,0	62,8	473,7	1.217,3	1.817,8
Aragón	645,6	9,7	240,9	175,5	1.071,6
Islas Baleares	323,0	30,0	483,9	-	836,8
Cantabria	116,6		222,1	-	338,6
Castilla La Mancha	589,3	59,6	914,0	309,0	1.871,9
Cataluña	3.059,3	309,0	4.502,4	2.088,8	9.959,6
Extremadura	457,8	141,1	149,3	135,8	884,0
Región de Murcia	289,6	153,5	672,2	583,5	1.698,7
La Rioja	64,7	8,5	76,6	-	149,8
Comunidad Valenciana	2.796,0	287,1	3.889,2	2.209,5	9.181,8
Total CC.AA	8.405,8	1.061,4	11.624,4	6.719,3	27.810,7

Fuente: Ministerio de Hacienda
En millones de euros

BFF Insights es el nuevo área de estudio de BFF BankingGroup, que continúa y fortalece la investigación y el intercambio de análisis que han caracterizado siempre la relación de BFF con los clientes y los stakeholder.

Contactos:

+39 02 7705 8342 | insights@bff.com

Autor: Cristina Nogaledo Castaño

Julio 2024