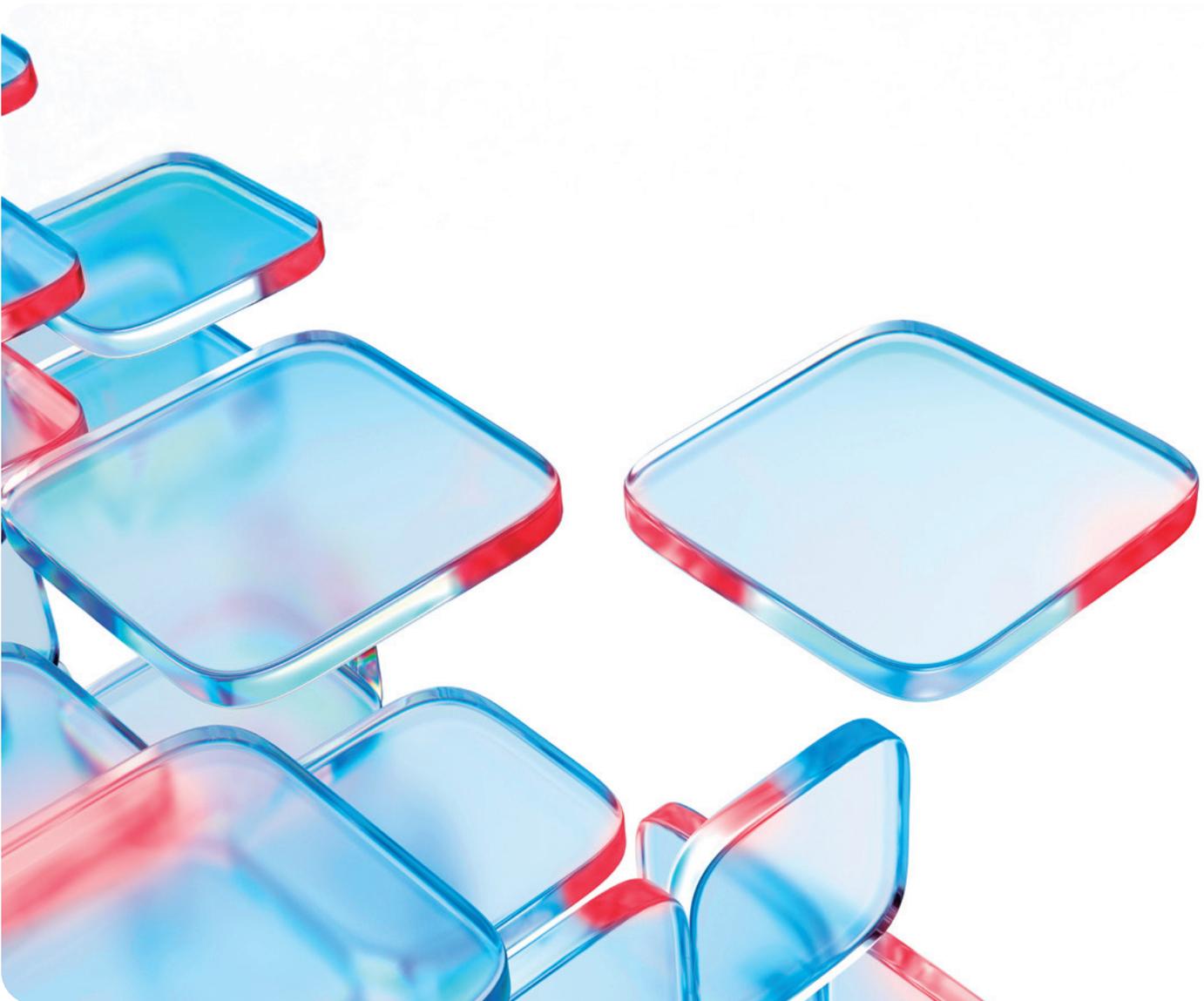


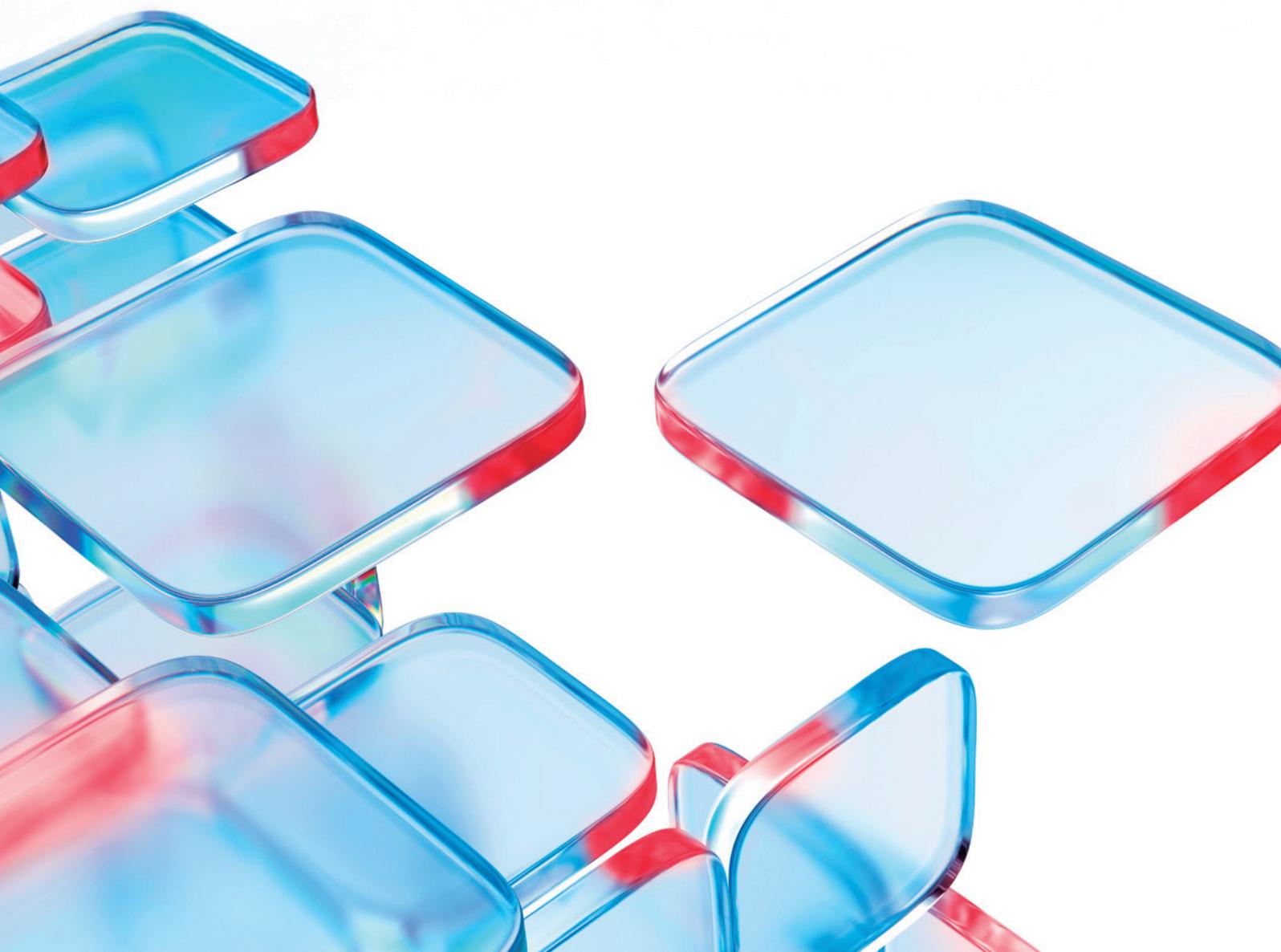
Economía



Ibercaja 

Economía

Número 85 Abril 2025



Edita

© Ibercaja Banco, S.A.

Equipo técnico

Coyuntura económica

Santiago Martínez Morando. Jefe de Análisis Económico y Financiero de Ibercaja.

Marta Pérez Amigot. Analista Económico y Financiero.

Eduardo Miranda Sancho. Analista Económico y Financiero.

Consejo asesor

Presidente

Enrique Barbero Lahoz.

Director de Comunicación, Marca y Relaciones Institucionales de Ibercaja.

Secretaría técnica

Elena García-Lechuz.

Jefe de Comunicación Corporativa de Ibercaja.

Vocales

José Miguel Sánchez Muñoz. Secretario general del Consejo Aragonés de Cámaras de Comercio e Industria de Aragón.

Beatriz Callén Escartín. Directora de Estudios y Análisis de CEOE Aragón.

Carmelo Pérez Serrano. Secretario General de CEPYME Aragón.

M^a Ángeles López Artal. Gerente del Colegio Oficial de Economistas de Aragón.

José Mariano Moneva. Decano de la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza.

Inés Villa Martínez. Gerente del Clúster Aeronáutico de Aragón, AERA.

Ángel M. Gil Gallego. Gerente de la Asociación Logística Innovadora de Aragón, ALIA.

Carlos Lapuerta Castillejo. Director gerente del Clúster ARAHEALTH.

David Romeral Molina. Director gerente del Clúster de Automoción de Aragón, CAAR.

Francisco Valenzuela Jiménez. Gerente del Clúster de la Energía de Aragón, CLENAR.

José Ignacio Domingo. Presidente del Clúster Aragonés de Alimentación.

Carolina González Toledo. Gerente del Clúster Audiovisual de Aragón.

Jaime González Pina. Director gerente del Clúster TECNARA.

Marisa Fernández Soler. Gerente del Clúster para el Uso Eficiente del Agua, ZINNAE.

Dirección de Comunicación, Marca y Relaciones Institucionales

Plaza de Basilio Paraíso, 2. 50008 Zaragoza

Teléfono 976 76 78 62

<http://www.ibercaja.com/>

rea@ibercaja.es

Diseño, maquetación e impresión

Imprenta Arilla, S.L.

Tipografía

Este boletín ha sido confeccionado en Ibercaja

Papel

Cubierta: cartulina Invercote mate de 260 g

Interior: papel Creator Silk de 115 g

ISSN: 1576-7736

Depósito Legal: Z-3.113-97

Las opiniones expresadas por los colaboradores de la revista no tienen por qué coincidir necesariamente con los criterios de los editores. Los únicos responsables son su propios autores, que no siempre reflejan los criterios de las instituciones a las que pertenecen.

Coyuntura económica



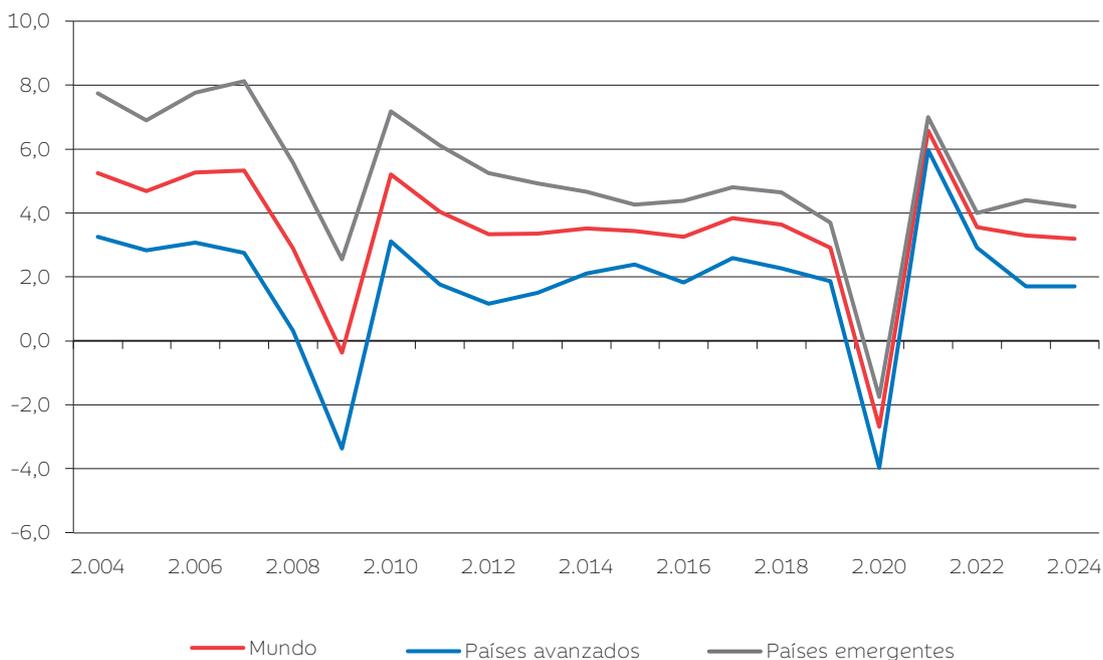
Entorno económico actual

La guerra comercial amenaza la normalización del crecimiento y los precios experimentada en el último año.

La toma de posesión del nuevo Gobierno de Estados Unidos ha supuesto un incremento de incertidumbre adicional al que ya venía siendo característico del presente ciclo, en el que se está reconfigurando el orden económico establecido tras décadas de globalización. El papel disruptivo con el que Donald Trump amenazó en campaña electoral se está confirmando, sobre todo por haber iniciado una errática guerra comercial de consecuencias todavía imprevisibles, imponiendo y posponiendo la aplicación de aranceles sobre diferentes productos y países de origen, un conflicto que parece haber adquirido una nueva dimensión tras el masivo anuncio del 2 de abril, si bien no se pueden descartar nuevas modificaciones dentro de un continuo proceso negociador. El efecto final, teniendo en cuenta la falta de concreción de la imposición aduanera y de la falta de precedentes de políticas de una dimensión semejante en los últimos años es, desde luego, difícil de calibrar, pero la dirección es clara: menos crecimiento económico para todos

Donald Trump ha iniciado una guerra comercial que reducirá el crecimiento económico y acelerará el de los precios, si bien, la magnitud de los impactos es todavía difícil de precisar.

Variación anual del PIB según el FMI



FUENTE: Datastream y elaboración propia.

En la Zona Euro se va a aplicar una política fiscal más expansiva, en parte por un aumento del gasto en defensa, que afectará a los tipos de interés.

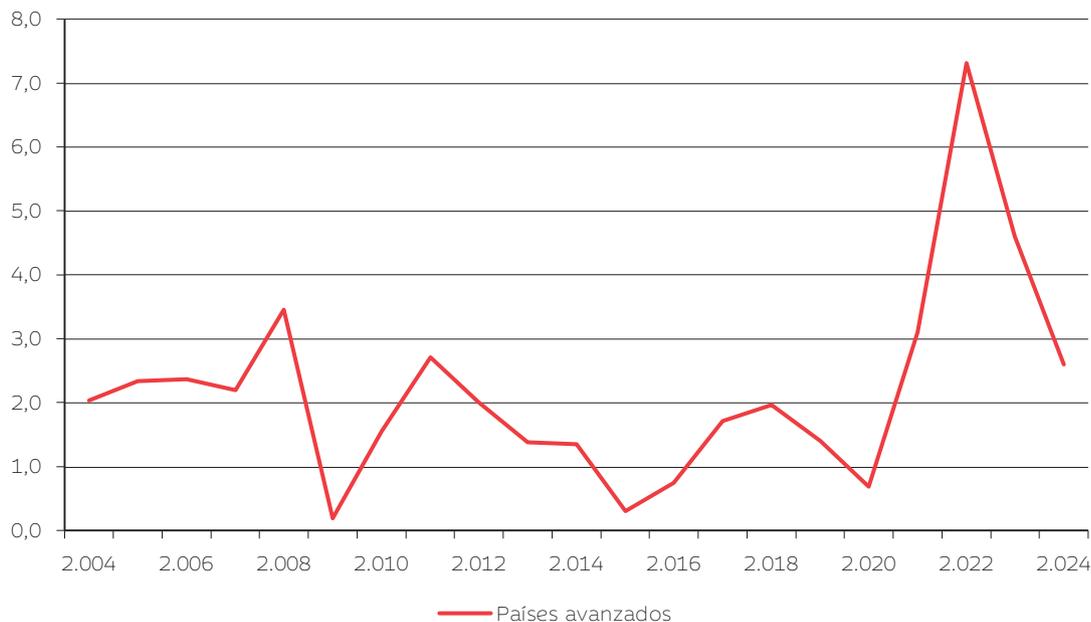
El crecimiento económico mundial fue razonable en 2024. Además, se suavizó el episodio inflacionista que se inició tras la pandemia y se agravó con la guerra de Ucrania.

los implicados y más inflación en Estados Unidos y en los países que impongan aranceles de represalia, además de, como ya hemos visto en lo que llevamos de 2025, mayor inestabilidad en los mercados financieros.

En el frente geopolítico, la postura aislacionista y las amenazas de retirada de apoyo militar a Ucrania por parte de Estados Unidos han empujado a los líderes europeos a replantearse las necesidades de gasto en defensa, lo cual apunta a un mayor expansionismo fiscal. Este cambio de actitud es particularmente llamativo en Alemania, donde el parlamento saliente modificó la constitución para no limitar el gasto en defensa por las restricciones del freno de la deuda y para crear un fondo que invierta en doce años 500.000 millones de euros en infraestructuras. Esta política más expansiva, posiblemente necesaria en una economía aquejada de problemas estructurales desde el inicio de la guerra de Ucrania, con el consiguiente encarecimiento del gas y la electricidad, ha provocado un notable aumento de los tipos de interés a largo plazo y una menor visibilidad para las políticas futuras del Banco Central Europeo.

La economía mundial venía presentando un crecimiento moderado pero razonable. Según las proyecciones de enero de 2025 del FMI, el PIB mundial creció un 3,2% en 2024, una décima menos que en 2023 y algo por debajo del promedio del 3,5% de los últimos cuarenta años. Para 2025 se espera un crecimiento similar, del 3,3%. El episodio inflacionista, inédito en cuatro décadas, que atravesó sus peores etapas en el segundo semestre de 2022 y el primero de 2023, había remitido en la mayor parte de los países avanzados. Los crecimientos de los precios se han moderado a tasas más cercanas a los objetivos de los principales bancos centrales, aunque sin alcanzarlos. En el caso de Estados Unidos, el IPC alcanzó un crecimiento del 8,0% en el año 2022, un nivel que no se veía desde 1981, se moderó al 4,1% en 2023 y al 2,9% en 2024. La tasa subyacente, menos volátil, se redujo del

Variación anual del IPC según el FMI



FUENTE: Datastream y elaboración propia

6,2% al 4,8% y al 3,4% en los mismos periodos. Si se excluyen los alquileres imputados (una medida que estima lo que pagarían los propietarios si tuvieran que pagar un alquiler por su vivienda, pero que no supone un gasto real para los hogares), el incremento de los precios en 2024 apenas sería del 2,1% desde un máximo del 8,7% en 2022. En la Zona Euro, el IPC se frenó en 2024 hasta el 2,4% desde el 5,4% en 2023 y el 8,4% en 2022. La tasa subyacente se moderó hasta el 2,8% en 2024 desde el máximo del 4,9% del año anterior. A pesar de que aún se aprecian algunas tensiones en los precios de los servicios derivadas del cambio de los hábitos de consumo y de la expansión salarial, se prevé que el crecimiento de los precios se modere en 2025, no obstante, y como decíamos, el incremento de los aranceles puede reavivar las tensiones sobre los precios, sobre todo en Estados Unidos y en los países que apliquen aranceles de respuesta.

El crecimiento de Estados Unidos siguió destacando en 2024 sobre la mayor parte de los países avanzados, si bien, continuó estando muy ligado a la expansión del consumo, y continuaron agravándose los desequilibrios fiscal y comercial, que suponen una amenaza para la estabilidad financiera mundial. La economía de la Zona Euro siguió creciendo a tasas modestas, si bien, presentó cierta mejora a lo largo del año gracias a una tímida recuperación del consumo, que se vio beneficiado por la continuidad en la creación de empleo y de ahorro generado en los años anteriores. En cualquier caso, el crecimiento fue bastante desigual entre los países más orientados al sector servicios, que tuvieron un comportamiento más positivo, y los más industriales y afectados por la caída del comercio con Rusia.

En China, el PIB creció un 1,6% en el cuarto trimestre y la tasa interanual se aceleró ocho décimas, hasta el 5,4%, de forma que el crecimiento del conjunto del año 2024 alcanzó el 5,0%, objetivo del PCCh, y superó el 4,6% de 2023 y el 4,8% de 2022. No obstante, desde el año 2020, el crecimiento medio anual no alcanza el 5%, mientras que promedió un 7,7% en la década anterior y un 10% en las tres precedentes. El fuerte ajuste de la inversión en construcción residencial (con una caída acumulada del -27% en tres años), junto a la menor productividad de las inversiones de los últimos quince años, parece ser el problema de fondo de la economía china, pues la implosión inmobiliaria tiene un elevado efecto arrastre sobre el conjunto del sistema productivo y puede tardar en revertir a pesar de los estímulos monetarios y fiscales anunciados por las autoridades en los últimos meses, ya que las condiciones demográficas no son favorables.

Los principales bancos centrales del mundo han continuado bajando sus tipos de intervención en los últimos meses como respuesta a las menores presiones inflacionistas. Después de iniciar su ciclo de bajadas en junio, el Banco Central Europeo redujo el tipo de depósito, considerado ahora como la principal referencia, desde el 4% inicial hasta el 3% en diciembre de 2024 y hasta el 2,5% en marzo de 2025. En los mercados financieros se espera que continúe la relajación monetaria en los próximos meses, si bien, el grueso de las bajadas ya se habría producido. Existe cierto debate sobre cuál será el nivel de llegada, pero parece cercano, ya que se considera un tipo neutral en torno al 2% y los riesgos para la inflación parecen equilibrarse o incluso resurgir ante el agravamiento de la guerra comercial. El Euríbor a doce meses ha seguido esta evolución de las expectativas y promedió un 2,40% en marzo tras un 2,41% en febrero, situándose por debajo del 2,44 de diciembre tras el rebote puntual de enero (2,53%). Había alcanzado un máximo del 4,16% en octubre de 2023.

Por otra parte, la Reserva Federal de Estados Unidos bajó los tipos de intervención a partir de septiembre desde el rango 5,25%-5,50% hasta finalizar el año 2024 en el rango 4,25-4,5%. A partir de entonces, ha mantenido el tipo de intervención

Estados Unidos seguía creciendo con fuerza, aunque con graves desequilibrios, mientras que la recuperación de la Zona Euro ha sido modesta.

El crecimiento del PIB en China mejoró a finales de 2024, si bien, sin alcanzar los ritmos de expansión de las décadas anteriores por los efectos del pinchazo de la burbuja inmobiliaria.

Las bajadas de tipos del Banco Central Europeo han continuado en los últimos meses, si bien, el nivel de llegada parece cercado una vez que el tipo de depósito se ha reducido del 4% al 2,5%.

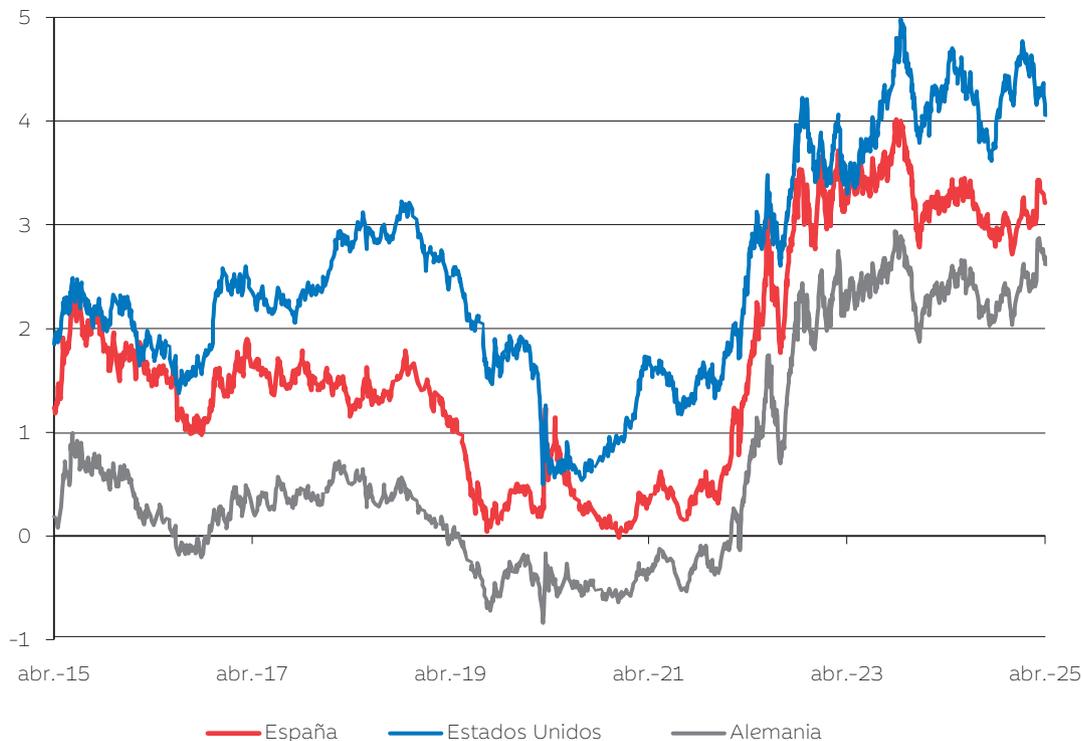
La Reserva Federal ha bajado con menos intensidad y, aunque prevé una relajación monetaria adicional, puede verse dificultada por las subidas arancelarias.

Los tipos de interés a largo plazo han subido en la Zona Euro ante las expectativas de mayores necesidades de financiación, mientras que han caído en Estados Unidos por el temor a un deterioro del ciclo por la aplicación de aranceles.

estable, si bien, anunció en marzo un menor ritmo de reducción del balance (endurecimiento cuantitativo) a partir del 1 de abril hasta -5.000 M\$ mensuales en bonos del tesoro desde -25.000 M\$ (el límite para los valores respaldados por hipotecas se mantiene en -35.000 M\$). En su Comité de Mercado Abierto de marzo actualizó sus previsiones, destacando la rebaja de cuatro décimas en el crecimiento del PIB esperado para este año hasta un todavía razonable 1,7% (con un potencial de largo plazo del 1,8%) y un incremento de tres décimas en el IPC subyacente, hasta el 2,8% (y de dos décimas en el IPC, hasta el 2,7%). En cuanto a sus expectativas para los tipos de intervención no hubo cambios respecto a diciembre: esperan -50 puntos básicos (p.b.) en 2025, -50 p.b. en 2026 y -25 p.b. en 2027 hasta el 3-3,25% con un tipo de equilibrio a largo plazo del 3%. Este escenario puede verse comprometido por las repercusiones en los precios de los incrementos arancelarios anunciados en las últimas semanas

Los tipos de interés a largo plazo subieron considerablemente en la Zona Euro ante las perspectivas de aumento del gasto público y de las consiguientes mayores necesidades de financiación. El tipo de interés soberano a diez años subió en Alemania hasta el 2,90% (+55 p.b. respecto al mes anterior), no muy lejos del máximo del 3,0% alcanzado en octubre de 2023. El tipo a diez años de España aumentó hasta el 3,55% (+50 p.b.), en este caso más lejos del máximo del 4% en 2023 gracias a la moderación de la prima de riesgo (65 p.b.). Desde máximos, estas referencias habían bajado -25 p.b. al comienzo de abril. Sin embargo, en Estados Unidos, el tipo a diez años se moderó hasta el 4% a principios de abril

Tipos de interés a 10 años



FUENTE: Datastream y elaboración propia

desde el 4,8% que había alcanzado en enero por los temores a un deterioro del crecimiento económico ante las agresivas políticas, sobre todo comerciales, de la nueva administración. Eso a pesar de que el desequilibrio fiscal (-7,6% de déficit público en 2024) sigue siendo muy elevado. A finales de diciembre, los tipos a diez años se habían situado en torno al 4,5% en Estados Unidos, el 2,35% en Alemania y el 3,05% en España.

Después de un 2024 muy positivo para la renta variable (el S&P 500 de Estados Unidos subió en el año del 23,3%, el Stoxx 600 europeo un 6,0% y el Ibex un 14,8%), el inicio de 2025 ha traído un incremento de la volatilidad y unos comportamientos un tanto dispares, con un desempeño más negativo para los índices de Estados Unidos. Hasta el 3 de abril, tras el anuncio de aranceles masivos por parte de Donald Trump, el S&P acumulaba una caída del -8,2% en lo que iba de año, y el tecnológico Nasdaq perdía un -14,3%. Los índices europeos representaban un comportamiento más favorable, con una subida del 3,1% en el Stoxx 600 y del 13,8% para el Ibex, a pesar de que el agravamiento de la guerra comercial también provocó cesiones desde los máximos del año. Desde un punto de vista sectorial, en Europa hasta el 3 de abril lideraban las subidas de bancos (16,3%), seguros (15,5%), eléctricas (13,9%) y telecomunicaciones (13,2%), mientras que presentaban pérdidas considerables autos (-7,2%), recursos básicos (-8,6%) y viajes y ocio (-16,2%). Este comportamiento presenta bastante continuidad con lo visto en el conjunto del año 2024, ya que habían destacado las subidas de bancos (26%), seguros (18,2%) y telecomunicaciones (16,2%) y las caídas de químicas (-8,3%), recursos básicos (-11,3%) y autos (-12,2%).

Las subidas bursátiles fueron generalizadas en 2024, pero en 2025 ha aumentado la volatilidad y los índices norteamericanos presentan un comportamiento más negativo que los europeos al verse más afectados por la guerra comercial.

Índice de renta variable



FUENTE: Datastream y elaboración propia

Internacional

El crecimiento del PIB de Estados Unidos fue elevado en 2024. En el cuarto trimestre la aportación del consumo privado fue clave ante el deterioro de la inversión.

En Estados Unidos, el PIB del cuarto trimestre presentó una moderación del crecimiento dentro de tasas todavía ligeramente superiores al potencial. La tasa trimestral anualizada (tta.) se situó en el 2,5% desde el 3,1% del trimestre anterior, y la interanual se frenó dos décimas, también hasta el 2,5%. En el conjunto del año, el crecimiento fue de un notable 2,8%, similar al 2,9% de 2023 y superior al 2,5% de 2022. El comportamiento del consumo privado siguió siendo muy expansivo e incluso se aceleró, hasta el 4,0% en tta. desde el 3,7%, pero el consumo público se frenó hasta el 3,1% tta. desde el 5,1% y tuvieron aportaciones negativas la inversión (-1,1% tta.) y la acumulación de inventarios (restaron -0,8 puntos porcentuales a la tasa trimestral anualizada). Dentro de la inversión, pesó el retroceso de la dedicada a bienes de equipo (-8,7% tta.) después de dos trimestres muy positivos (10,8% y 9,8%) y también cayó en propiedad intelectual (-0,5%). En sentido contrario, aumentó la inversión en infraestructuras (2,9%) y en construcción residencial (5,5%). La aportación de la demanda externa a la tasa trimestral anualizada fue de tres décimas, con una mayor caída en las importaciones (-1,9% tta.) que en las exportaciones (-0,2%).

Se sigue creando empleo y la tasa de paro es moderada. El crecimiento del consumo, sobre todo de servicios, está siendo clave y supera en términos interanuales el de los ingresos de los hogares, si bien esta tendencia podría estar cambiando ante el deterioro de la confianza de los consumidores.

El desempeño del mercado laboral continúa siendo favorable. El crecimiento del empleo no agrícola se situó en febrero en el 1,2% interanual tras un aumento del 1,3% en el conjunto de 2024. La encuesta de los hogares presentó un aumento de la ocupación del 1,4% interanual tras apenas un 0,2% en 2024. De esta encuesta parte el cálculo de la tasa de paro que se situó en febrero en el 4,1% tras un promedio del 4,0% en 2024 y del 3,6% en los dos años anteriores. La renta disponible de los hogares crecía un 1,8% interanual en febrero en términos reales tras el 1,4% de enero (dato revisado cinco décimas a la baja), mientras que el consumo privado aumentaba un 2,8% (2,9% en enero tras una revisión de dos décimas a la baja). La tasa de ahorro se redujo ocho décimas respecto al año anterior, hasta el 4,6%, a pesar de mejorar tres décimas respecto a enero y 1,3 puntos porcentuales respecto al mínimo de diciembre. Esta evolución reciente responde a que los datos intermensuales fueron algo más positivos para la renta disponible, que aumentaba un 2,6% trimestral anualizado en los tres últimos meses frente aun 2,1% del consumo. Es pronto para saber si las medidas de Trump están afectando a los hábitos de los consumidores, pero existe el riesgo de que los incrementos arancelarios y

	PIB		Consumo privado		Consumo público		Inversión		Ap. Inventarios		Ap. Dem. externa	
	TTA	Interanual	TTA	Interanual	TTA	Interanual	TTA	Interanual	TTA	Interanual	TTA	Interanual
T1 2024	1,6	2,9	1,9	2,2	1,8	3,5	6,5	5,3	-0,5	0,0	-0,7	-0,2
T2 2024	3,0	3,0	2,8	2,7	3,1	3,5	2,3	3,7	0,9	0,3	-1,0	-0,5
T3 2024	3,1	2,7	3,7	3,0	5,1	3,4	2,1	3,6	-0,2	0,0	-0,6	-0,6
T4 2024	2,5	2,5	4,0	3,1	3,1	3,2	-1,1	2,4	-0,8	-0,2	0,3	-0,5

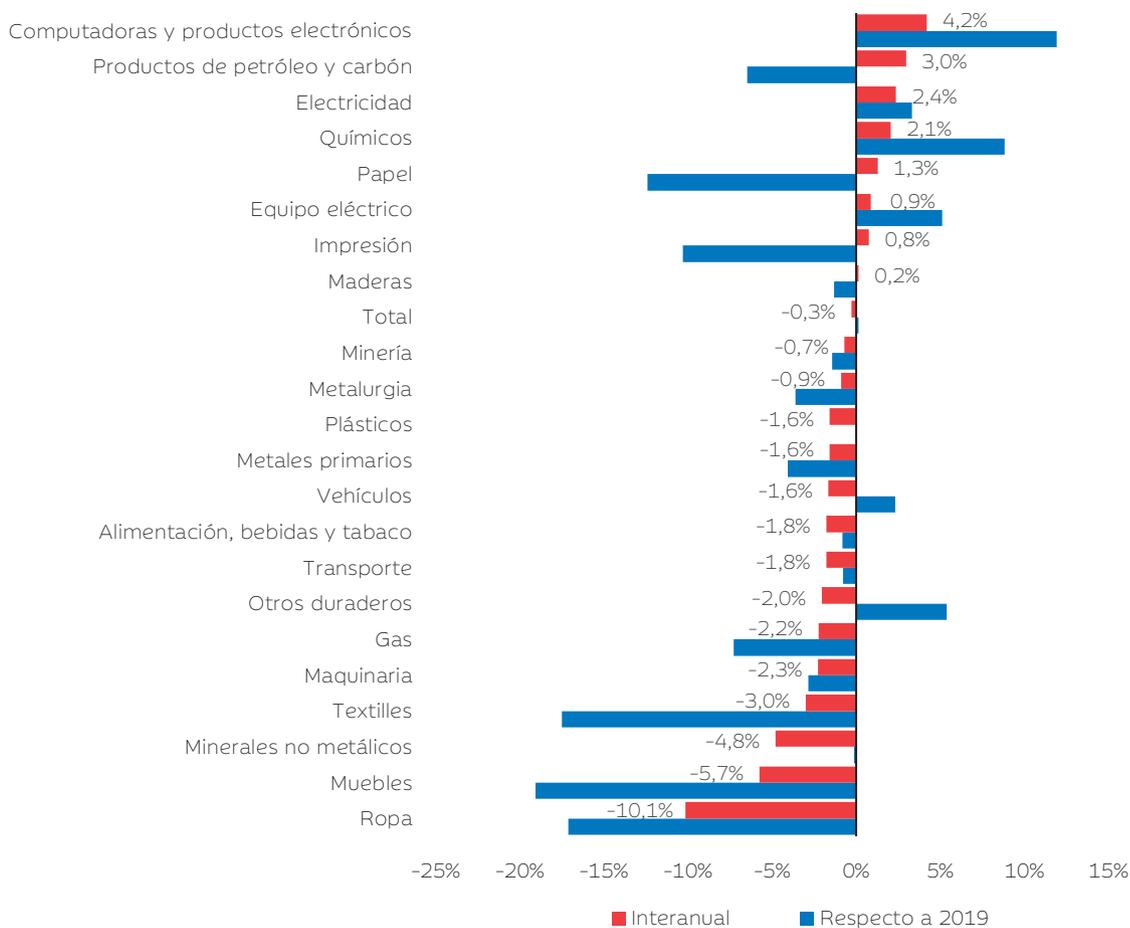
FUENTE: Datastream y elaboración propia

el deterioro de la confianza afecten al consumo, además de que el buen desempeño del gasto en los últimos años ha estado centrado en las rentas altas, cuyos ingresos pueden verse afectados de tener continuidad las caídas bursátiles de las últimas semanas.

La evolución de las ventas minoristas es más modesta como consecuencia del mejor comportamiento del consumo de servicios respecto al de bienes.

Si atendemos al comportamiento de las ventas minoristas en el conjunto del año 2024, el crecimiento nominal alcanzó el 2,6% interanual (0,3% en términos reales). Sólo aumentaron por encima del IPC las ventas por internet (7,7%) y las de restaurantes y cafés (4,3%), mientras que cayeron las de construcción y jardinería (-1,5%), muebles (-2,8%), equipo deportivo (-3,2%) y gasolineras (-3,2%). Si tomamos la evolución respecto al año 2019, las ventas minoristas habían aumentado un 38,1% (el IPC un 22,7%), lo que supone un crecimiento anual acumulado del 6,7%. En estos términos también destacaba la expansión de las ventas por internet (14,4% anual acumulado hasta casi doblarse al crecer un 95,8% en total) y restaurantes y cafés (8,1%). Los menores incrementos se darían en ropa y accesorios (3,2%), muebles (2,3%) y electrónica (0,4%). En febrero de 2025, las ventas minoristas crecían un 3,1% interanual en términos nominales y un 0,3% en términos constantes. El volumen de ventas a precios constantes se situó un -3,2% por debajo del máximo postpandémico.

Variación de la producción industrial de Estados Unidos en 2024



FUENTE: Datastream y elaboración propia

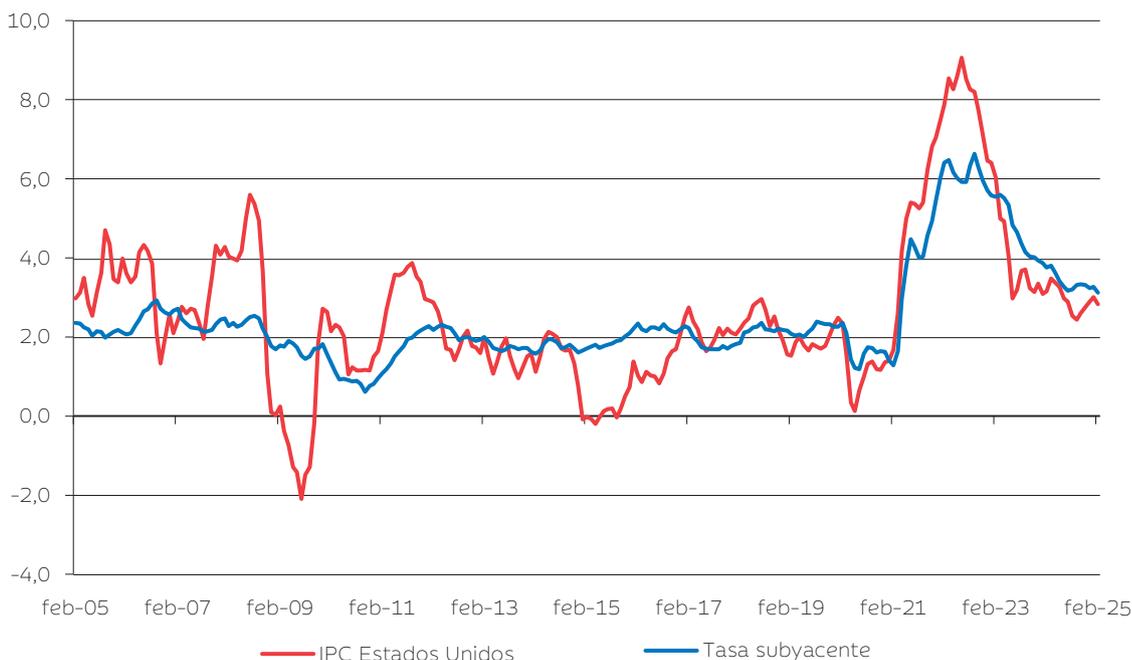
En 2024 la producción industrial permaneció plana, pero con crecimientos en productos electrónicos, de petróleo o electricidad y caídas en muebles y ropa. El inicio de 2025 ha sido algo más positivo.

La producción industrial cayó en 2024 un -0,3% respecto a 2023. Aumentó la producción de computadoras y productos electrónicos (4,1%), productos de petróleo y carbón (3,0%), electricidad (2,4%) o productos químicos (2,1%), pero disminuyó de forma destacada la de minerales no metálicos (-4,8%), muebles (-5,7%) y ropa (-10,1%). Si comparamos la producción de 2024 con la de 2019, apenas había variado (0,1%), si bien, con un comportamiento divergente por industrias: expansión en computadoras y productos electrónicos (11,9%), productos químicos (8,8%), otros bienes duraderos (5,4%) y equipo eléctrico (5,1%) y fuertes cesiones en impresión (-10,3%), papel (-12,4%), ropa, (-17,1%), textiles (-17,5%) y muebles (-19,1%). El inicio de 2025 ha sido algo más positivo. En febrero creció la producción industrial por tercer mes consecutivo, algo que no sucedía desde principios de 2022. El incremento mensual fue del 0,7% y la tasa interanual se situó en el 1,4%. El volumen producido fue el máximo histórico, al superar la cota alcanzada en septiembre de 2022. Por ramas industriales destacó la expansión interanual de la producción de gas (10,4% a pesar de la fuerte caída intermensual, del -11,1%), electricidad (8,5%), productos electrónicos (7,0%) y equipo eléctrico (6,4%). En sentido contrario, las mayores caídas de la producción se dieron en muebles (-3,7%), plásticos (-4,7%), vehículos (-4,8%) y otros bienes duraderos (-5,5%).

Los datos de precios más recientes apuntan a una aceleración del IPC y la tasa subyacente incluso antes de reflejar el efecto de los nuevos aranceles.

El crecimiento de los precios se desaceleró dos décimas en febrero en Estados Unidos, tanto en el caso del IPC (2,8% interanual) como en el de la tasa subyacente (3,1%). Para la tasa subyacente se trata del menor incremento desde abril de 2021. Las tasas mensuales estuvieron en línea (ligera por encima) del objetivo de la Reserva Federal tras la sorpresa al alza de enero. En cualquier caso, si anualizamos los datos mensuales de los últimos 2, 3 o 6 meses, apuntan a una aceleración hacia el rango 3,5-4% tanto del IPC como del índice subyacente. Eso sin contar el

Variación anual de los precios en Estados Unidos



FUENTE: Datastream y elaboración propia

Indicadores económicos

- El PIB de Estados Unidos creció un 2,8% interanual en 2024.
- La producción industrial cayó un -0,3% interanual, si bien, mejoró en los dos primeros meses de 2024.
- Las ventas minoristas crecieron un modesto 0,3%. Es más positivo el crecimiento del consumo de servicios que el de bienes, ya que el consumo total de los hogares creció un 2,8%.
- La tasa de paro promedió un 4,0% en 2024 tras el 3,6% de 2023 y 2022.
- El IPC aumentó un 2,9% interanual en 2024, la tasa subyacente un 3,4%.

efecto alcista de los aranceles que finalmente se impongan. Los precios energéticos volvieron a terreno negativo (-0,3% interanual) tras la tendencia alcista de los cinco meses anteriores. Los de los alimentos mantuvieron una expansión estable (1,9%) respecto al mes anterior. Tampoco hubo cambios en la tasa interanual de los precios de los bienes (-0,1%). La desaceleración, además de los precios energéticos, provino de los de servicios, que aumentaron una décima menos: 4,1% interanual. Los alquileres imputados se frenaron dos décimas (4,4%) y, sin ellos, el IPC aumentaría un 2,3% interanual. Entre las ramas de servicios más inflacionistas, se frenaron los precios de los seguros de automóviles, si bien, aún crecen a tasas de dos dígitos (11,1% desde 11,8%), pero se aceleraron los de servicios recreativos (4,3% desde 3,8%) y los de restauración (3,7% desde 3,4%), en este último caso rompiendo la tendencia a la baja de los meses anteriores.

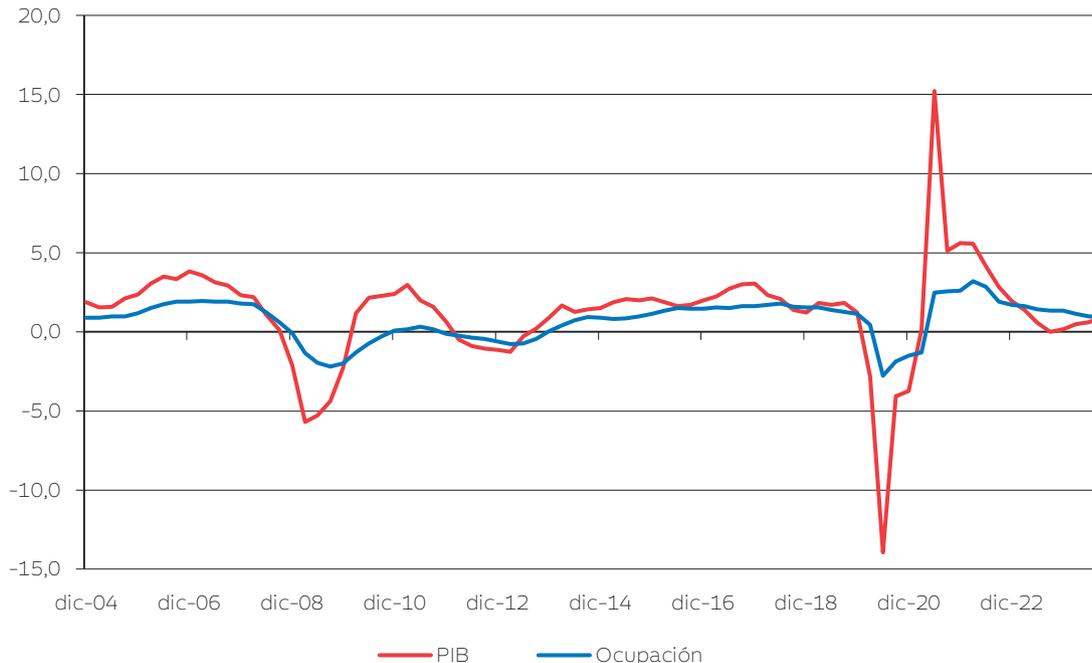
Las estimaciones de crecimiento del PIB de la Zona Euro en el cuarto trimestre de 2024 se sitúan en el 0,2% trimestral y el 1,2% interanual. La recuperación del consumo privado, que ha sido lenta a pesar del fuerte ahorro acumulado por los hogares desde la pandemia, parece ganar tracción con un aumento del 1,5% interanual en el cuarto trimestre (1,1% en el tercero). El consumo público todavía crecía más a pesar de cierta desaceleración (2,8% desde 3,1%). La inversión creció un 0,6% en el trimestre, pero caía un -2,1% en términos interanuales. Los inventarios aportaron +0,3 p.p. a la tasa interanual y la demanda externa tuvo una contribución neutra, con aumentos moderados tanto de las exportaciones (1,1%) como de las importaciones (1,2%). En el conjunto del año 2024, el PIB creció un 0,9% interanual tras el 0,4% de 2023.

La ocupación en la Zona Euro creció un modesto 0,1% en el cuarto trimestre. La tasa interanual se frenó hasta el 0,7% desde el 1,0%. Es el menor crecimiento desde el primer trimestre de 2021 y parece mostrar cierto agotamiento del mercado laboral cuando nos encontramos cerca del pleno empleo y las tendencias demográficas no son particularmente favorables. En términos interanuales, el PIB ha empezado a crecer más que la ocupación, de forma que se producen tímidas ganancias de la productividad. La tasa de paro de febrero se situó en el 6,1%, mínimo del ciclo y de la serie histórica que comienza en 1998. Por países tenemos tasas de paro que van del 2,7% de Malta y el 3,2% en Eslovenia hasta el 9,2% de Finlandia y el 10,4% de España. Los aumentos más significativos en el último año son los de Finlandia (1,5 puntos porcentuales), que ha pasado a superar la tasa de paro de Grecia (8,6%), y Austria (0,6 p.p.). En la Unión Europea pero fuera de la Zona Euro destaca el reducido desempleo de Polonia (2,6%) y Chequia (2,7%) y el elevado de Suecia (8,9%). Las ventas minoristas de la Zona Euro cayeron un -0,2% en diciembre. A pesar de ello, la tasa interanual mejoró tres décimas, hasta el 1,9%. El volumen de ventas, en términos reales, se situaba un 3,3% por encima

Dentro de tasas modestas, el crecimiento del PIB en la Zona Euro mejoró a lo largo de 2024 gracias a cierto impulso en el consumo privado.

El crecimiento de la ocupación se ha moderado, pero sigue siendo positivo y va acompañado de modestas ganancias de productividad. La tasa de paro se encuentra en mínimos históricos. Las ventas minoristas aumentan, pero sin alcanzar los máximos postpandémicos.

Variación del PIB y la ocupación en la Zona Euro



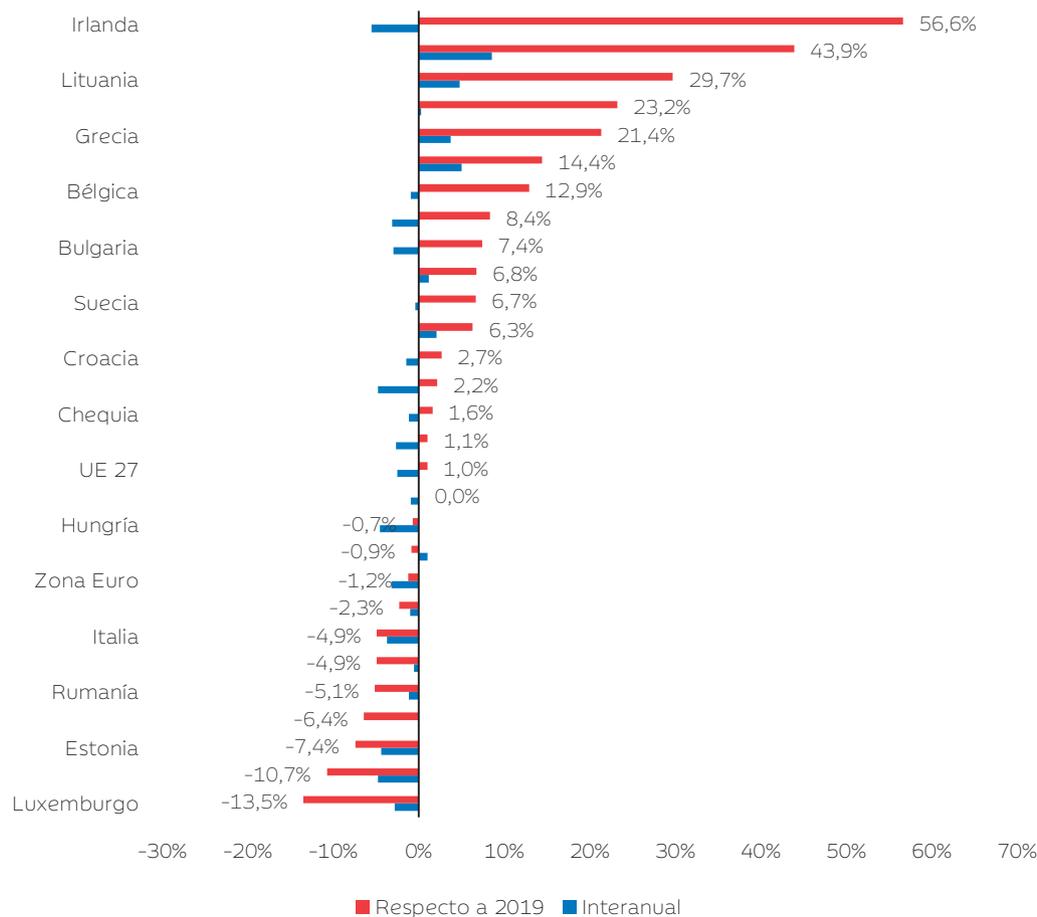
FUENTE: Datastream y elaboración propia

En 2024 aumentó la producción de servicios y cayó la industrial. Dentro de la producción industrial, el comportamiento tanto sectorial como por países presentan importantes divergencias. Destacan los aumentos en farmacia y equipo electrónico y las caídas en el sector del automóvil.

de la situación previa a la pandemia, pero un -1,9% por debajo del máximo de noviembre de 2021. En el conjunto del año, las ventas minoristas crecieron un 1,0% en 2024 tras caer un -1,9% en 2023. En términos interanuales, las ventas de alimentación crecían un modesto 0,2%, las de gasolina un 1,2% y las del resto de bienes un 3,1%. Las ventas por internet aumentaban un 10,5% interanual.

En el conjunto del año 2024, la producción de servicios aumentó un 1,6% interanual con un comportamiento destacado de información y comunicaciones (3,6%) y actividades profesionales y científicas (2,4%) y un incremento más modesto en transporte y almacenamiento (0,8%) y servicios auxiliares (0,1%). Respecto al año 2019 también lideraron el crecimiento información y comunicaciones (5,3% en tasa anual acumulada) y servicios profesionales (2,5%), mientras que descendieron los de restauración y hostelería (-0,4%) y los inmobiliarios (-2,0%). Por otra parte, la producción industrial cayó un -3,0% interanual en 2024. Creció la producción de equipo de transporte (4,0%), productos farmacéuticos (3,7%) y otras manufacturas (2,6%), pero predominaron las caídas, siendo particularmente graves en equipo eléctrico (-8,6%), automóviles (-9,1%) y cuero y calzado (-9,6%). Si tomamos la comparación con 2019, que podría mostrarnos algunos cambios estructurales derivados de la crisis energética y la guerra comercial, las variaciones son aún más extremas. En conjunto, la producción había caído un -2,5%, pero encontramos fuertes expansiones en productos farmacéuticos (52,3%), equipo electrónico (17,6%) y otras manufacturas (15,8%) frente a caídas en 19 de las 25 principales ramas industriales, de dos dígitos en 11 de ellas, destacando automóviles (-16,5%), cuero y calzado (-19,9%), impresión y artes gráficas (-27,9%) y confección (-28,9%). Si analizamos la situación por países también encontramos importantes divergencias. Respecto a 2019 ha aumentado la producción en Irlanda (55,1%), Lituania (25,3%) y Grecia (19,2%), y fuera de la Zona Euro en

Variación de la producción industrial en 2024



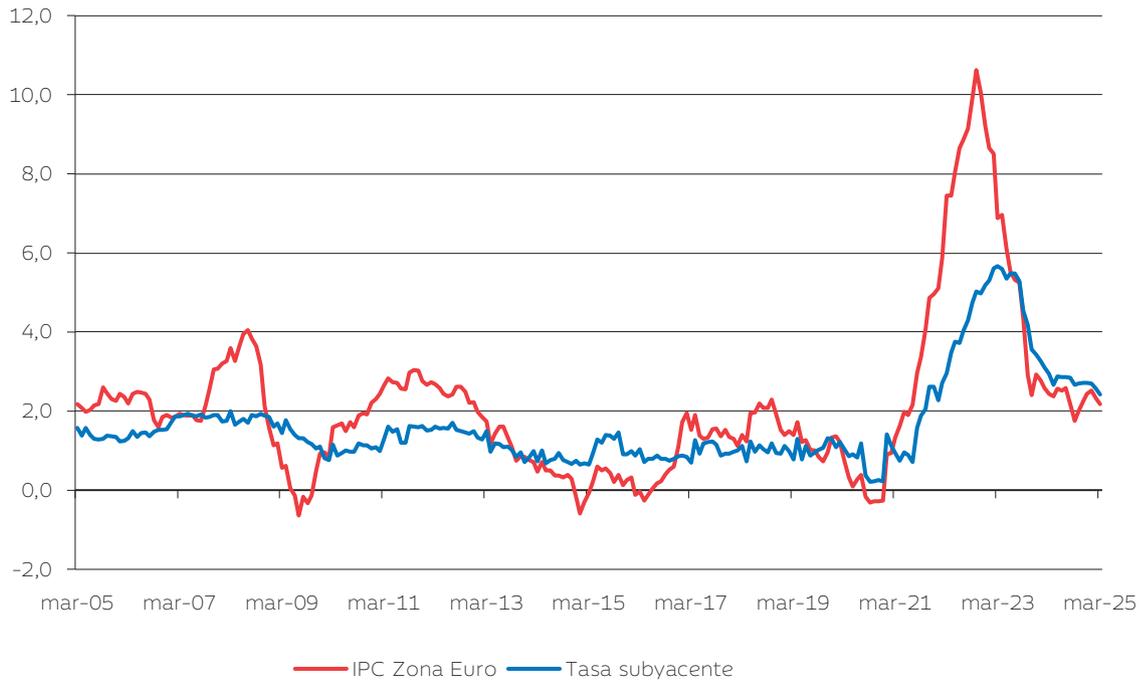
FUENTE: Eurostat y elaboración propia

Dinamarca (37,8%) y Polonia (23,8%), mientras que ha caído de forma considerable en Francia (-5,5%), Italia (-5,7%), Estonia (-6,0%), Portugal (-7,0%), Alemania (-11,8%) y Luxemburgo (-12,8%). Si analizamos únicamente la evolución interanual de 2024, lideraron la expansión Grecia (5,2%), Malta (4,1%) y Lituania (4,1%) y las caídas Austria (-4,6%), Alemania (-4,6%) e Irlanda (-5,1%).

Según la primera estimación, el crecimiento del IPC de la Zona Euro se moderó en marzo en una décima, hasta llegar al 2,2% interanual. La tasa subyacente cayó dos décimas, hasta el 2,4%, el menor aumento desde enero de 2022. La mayor parte de esta moderación fue debida a los servicios y la energía. La variación de los precios energéticos se redujo hasta el -0,7% interanual desde el 1,9% a comienzos del año, mientras que los precios de los alimentos se aceleraron hasta el 2,9% (desde el 2,7% en febrero) por la evolución de los alimentos no elaborados (4,1% desde 3,0%), cuando los elaborados mantendrían un aumento del 2,6%. Dentro de la tasa subyacente, se mantuvieron los suaves aumentos en bienes industriales (0,6%) y se frenó la inflación de los servicios en tres décimas (3,4%), si bien, parte de esta moderación de marzo podría deberse al efecto Semana Santa y seguimos en valores superiores a los habituales en los ciclos anteriores, probablemente por la reorientación del consumo hacia el sector servicios y al efecto de las subidas de salarios.

El crecimiento de los precios se ha continuado moderando, incluso en el sector servicios, donde muestra una mayor resistencia y permanece por encima de los objetivos del BCE.

Variación anual de los precios en la Zona Euro



FUENTE: Datastream y elaboración propia

Indicadores económicos

- En la Zona Euro, el PIB creció un 0,9% en 2024 tras el 0,4% de 2023.
- La producción de servicios creció un 1,6%, pero la industrial cayó un -3,0%.
- Las ventas minoristas aumentaron un 1,0% tras caer un -1,9% el año anterior.
- La tasa de paro promedió un 6,4% en 2024 y alcanzó un mínimo histórico del 6,1% en febrero de 2025.
- El IPC aumentó un 2,4% desde el 5,4% de 2023 y el 8,4% de 2022. La tasa subyacente creció un 2,8%.

ECONOMÍA INTERNACIONAL	2022				2023				2024			
Crecimiento del PIB	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
EEUU	4,0	2,5	2,3	1,3	2,3	2,8	3,2	3,2	2,9	3,0	2,7	2,5
Zona Euro	5,5	4,1	2,9	1,9	1,4	0,6	-0,0	0,2	0,5	0,5	1,0	1,2
España	6,9	7,3	6,1	4,6	3,9	2,4	2,2	2,3	2,6	3,2	3,3	3,4
Japón	0,7	1,2	1,3	0,4	2,3	1,7	1,1	0,9	-0,8	-0,7	0,7	1,2
China	4,8	0,8	4,0	3,0	4,7	6,5	5,0	5,3	5,3	4,7	4,6	5,4
Brasil	1,5	3,3	4,2	3,5	4,0	3,6	2,7	2,6	2,2	2,8	3,5	3,3

	2022				2023				2024			
	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
EEUU												
Producción industrial	4,5	3,9	3,6	1,8	0,9	-0,0	-0,1	-0,1	-0,5	0,0	-0,5	-0,3
Tasa de paro	3,8	3,6	3,5	3,6	3,5	3,5	3,7	3,8	3,8	4,0	4,2	4,1
Precios consumo	8,0	8,6	8,3	7,1	5,8	4,0	3,5	3,2	3,2	3,2	2,6	2,8
Zona Euro												
Producción industrial	1,3	1,5	2,2	1,4	1,0	-0,4	-3,5	-3,5	-4,6	-4,0	-1,5	-1,8
Tasa de paro	6,8	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,6	6,5	6,5	6,4	6,3	6,2
Precios consumo	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,2	4,9	2,7	2,6	2,5	2,2	2,2
España												
Producción industrial	1,0	5,2	3,9	-0,2	0,4	-2,9	-2,8	-1,2	0,6	0,0	-0,2	1,2
Tasa de paro	13,7	12,7	12,7	13,0	13,4	11,7	11,9	11,8	12,3	11,3	11,2	10,6
Precios consumo	7,7	9,1	10,1	6,6	5,1	3,1	2,8	3,3	3,1	3,4	2,2	2,3
Japón												
Producción industrial	-0,8	-3,4	3,7	0,7	-1,8	0,8	-3,6	-0,9	-4,3	-2,9	-1,8	-1,8
Tasa de paro	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5
Precios consumo	0,9	2,4	2,9	3,9	3,6	3,4	3,2	2,9	2,5	2,7	2,8	2,9
China												
Producción industrial	6,3	0,6	4,8	2,8	3,2	4,5	4,2	6,0	5,8	5,9	5,0	5,6
Ventas minoristas	1,6	-4,9	3,5	-2,7	7,1	11,4	4,2	8,4	4,3	2,7	2,7	3,8
Precios consumo	1,1	2,2	2,7	1,8	1,3	0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,3	0,5	0,2
Brasil												
Producción industrial	-3,4	-0,3	0,4	0,6	-0,5	-0,2	0,1	1,6	2,0	2,3	4,1	2,3
Tasa de paro	10,5	9,4	8,8	8,3	8,2	8,1	7,9	7,7	7,4	6,9	6,5	6,4
Precios consumo	11,0	12,1	8,7	6,1	5,2	3,5	4,0	3,9	3,7	3,4	4,0	4,7

Datos de mercados financieros	2022				2023				2024			
Típos de interés internacionales	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
Fed Funds	0,50	1,75	3,25	4,50	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50
BCE	0,00	0,00	1,25	2,50	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,25	3,65	3,15
Bono EEUU 10 años	1,63	2,39	2,90	3,65	3,83	3,42	3,86	4,69	3,94	4,36	4,43	3,78
Bono alemán 10 años	-0,12	0,54	1,23	1,89	2,44	2,24	2,43	2,88	2,07	2,39	2,59	2,10
Típos de cambio												
\$/Euro	1,129	1,104	1,039	0,982	1,067	1,089	1,091	1,050	1,094	1,077	1,074	1,104
Mercados bursátiles												
Standard&Poors 500	4797	4546	3825	3678	3840	4125	4456	4288	4743	5206	5509	5710
Stock 600	490	458	407	391	429	458	461	446	479	509	511	521
Nikkei	28792	27666	25936	26216	26095	28188	33753	31760	33464	39839	40075	37809
Ibex 35	8761	8504	8176	7462	8370	9157	9645	9319	10182	10976	10913	11610

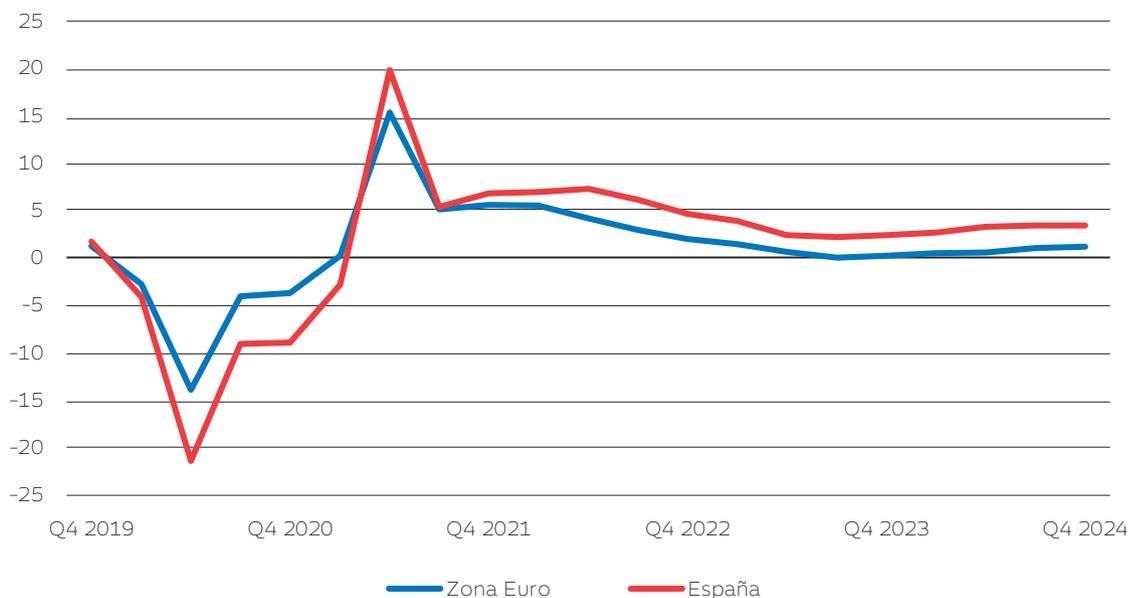
Nacional

El crecimiento económico de España sigue destacando en Europa y está menos expuesto a la guerra comercial de Estados Unidos.

En España se mantiene la fortaleza del crecimiento, sobre todo en términos relativos a Europa, y va adquiriendo importancia el incremento del consumo privado, que se beneficia de la expansión del empleo y los salarios y el menor incremento de los precios. La aportación del turismo exterior continúa siendo relevante, como la del gasto público. También se observa una mejora de la inversión cuya continuidad es imprescindible para incrementar una productividad que continúa muy alejada de los estándares europeos y, más aún, de los de Estados Unidos. La economía española no se encuentra entre las más expuestas a la guerra comercial abierta por Estados Unidos y la positiva inercia del consumo de los hogares y el despegue del sector inmobiliario pueden continuar generando un notable crecimiento endógeno. No obstante, algunos sectores sí pueden verse afectados de forma significativa. En lo que respecta a la inversión en defensa, el bajo punto de partida apunta a unas necesidades más elevadas que en otros países europeos.

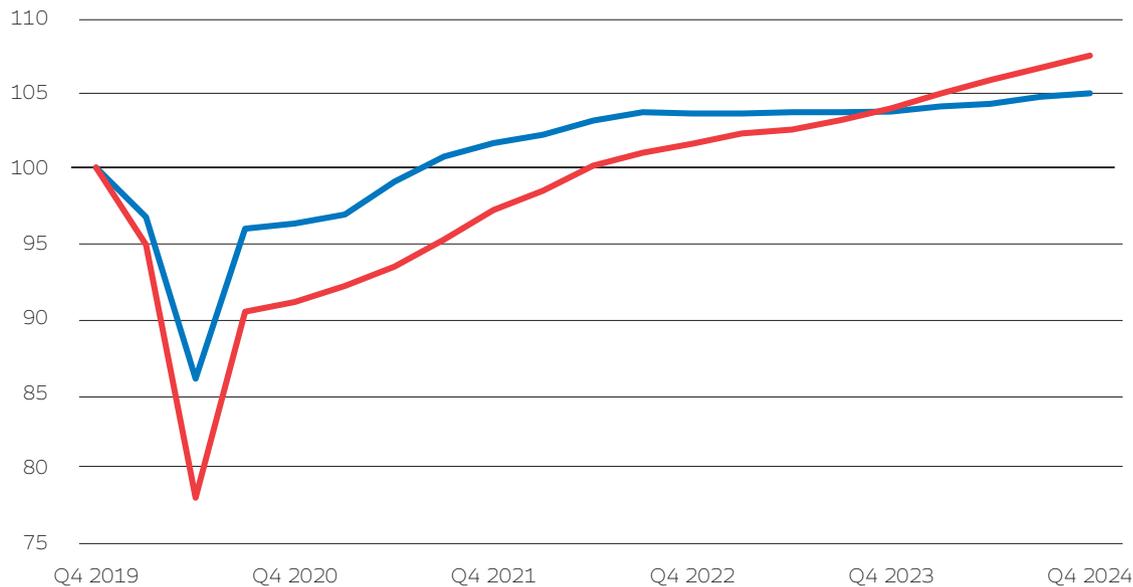
El PIB creció un 0,8% en el cuarto trimestre, como en los dos anteriores, y la tasa interanual se aceleró una décima, hasta el 3,4%. En el conjunto del año 2024 el PIB creció un 3,2%, mejorando el 2,7% de 2023 y la mayoría de las previsiones. Respecto al cuarto trimestre de 2019, el PIB habría crecido un 7,5%. Si tomamos

Crecimiento interanual del PIB



FUENTE: Datastream y elaboración propia

Evolución del PIB con base 100 en el T4 2019

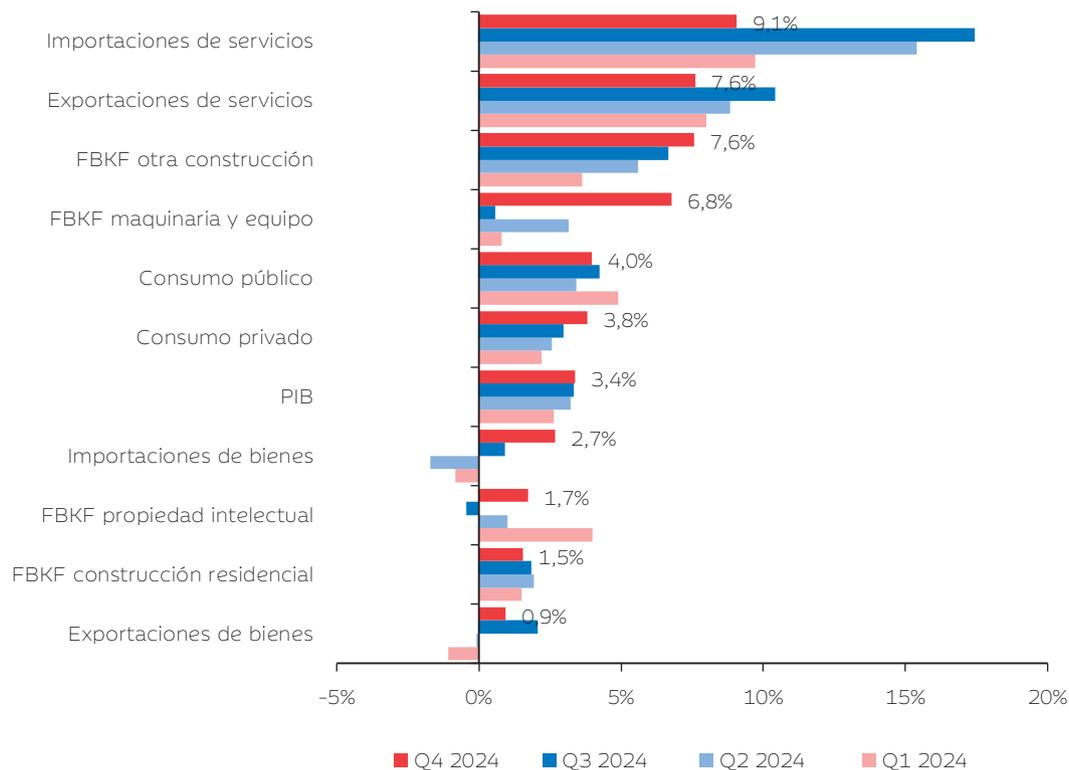


FUENTE: Datastream y elaboración propia

años completos, el incremento de 2019 a 2024 sería del 6,8%. En el conjunto del año 2024 destacó la aceleración del consumo de los hogares (2,9% desde 1,7%), que pasó a tener una contribución clave en el crecimiento, si bien, todavía fue elevada la aportación de las exportaciones de servicios (crecieron un 8,7% interanual) y del consumo público (4,1%). La aportación de la demanda externa se redujo por la aceleración de las importaciones, sobre todo de servicios (12,8%). La evolución de la inversión fue un tanto errática, si bien, creció en el conjunto del año un 3,0%, nueve décimas más que en el año anterior, con algo más de dinamismo en la dedicada a construcción (3,3%) y a maquinaria y equipo (2,8%) que a inmovilizado inmaterial (1,5%). Si nos centramos en los datos del cuarto trimestre desde la perspectiva de la demanda, se aprecia cómo el consumo privado siguió adquiriendo protagonismo: pasó a crecer un 3,8% interanual, ya por encima del incremento del PIB, desde el 3,0%. Las exportaciones de servicios (7,6% interanual) y el consumo público (4,0%) continuaron creciendo a tasas elevadas, si bien, se aprecia una moderación respecto a los trimestres anteriores. La contribución de la demanda externa pasó a ser negativa (-0,2 p.p.) después de haber aportado 0,5 p.p. al crecimiento interanual en el tercer trimestre y 0,7 en el segundo por el elevado crecimiento de las importaciones de servicios (9,1%) y la expansión de las importaciones de bienes (2,7%), que supera a la de las exportaciones (0,9%). Una buena noticia, a falta de que se consolide esta tendencia, es la mejora de la inversión, que pasó a aumentar un 4,5% interanual desde el 2,2% del trimestre anterior. Destacó el dinamismo de la inversión en maquinaria y equipo (6,8%) e infraestructuras y otra construcción (7,6%) frente al aumento más modesto de la inversión en propiedad intelectual (1,7%) y en construcción residencial (1,5%). La acumulación de inventarios restó dos décimas al crecimiento interanual.

En el año 2024 destacó la mejora del consumo de los hogares, si bien, la contribución de las exportaciones de servicios y del consumo público continuó siendo importante. La evolución de la inversión fue un tanto volátil, pero en el conjunto del año mostró una mejora respecto a 2023 y terminó 2024 con un dato bastante positivo en el cuarto trimestre.

Variación interanual del PIB



FUENTE: Datastream y elaboración propia

Indicadores económicos

- El PIB crecía un 3,2% interanual en 2024 tras un 2,7% en 2023.
- El consumo privado aumentó un 2,9% y el público un 4,1%.
- La inversión creció un 3,0% (3,3% en construcción, 2,8% en maquinaria y equipo y 1,5% en propiedad intelectual).
- Las exportaciones de bienes y servicios aumentaban un 3,1% y las importaciones un 2,4%. Siguió creciendo más el comercio de servicios (8,7% exportaciones y 12,8% importaciones) que el de bienes (0,4% y 0,3%).

La desagregación por el lado de la oferta muestra un comportamiento positivo bastante generalizado, con la excepción del suministro de energía y gas, y con aumentos destacados en información y comunicaciones, servicios profesionales y administrativos e inmobiliarios.

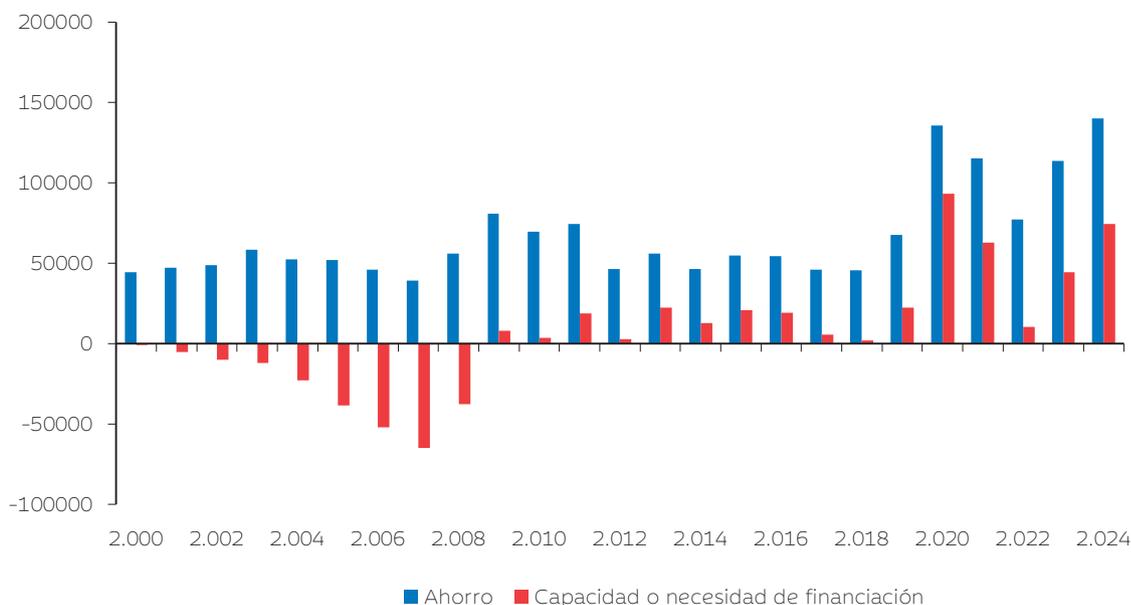
Desde la perspectiva de la oferta, en el conjunto del año 2024 lideraban el crecimiento del valor añadido respecto a 2023 los sectores agropecuario (8,3%), de servicios inmobiliarios (5,9%) y profesionales y administrativos (4,2%), mientras que fueron más modestos los aumentos en construcción (2,1%) y el sector financiero (1,7%) y se produjo una caída en suministro de energía y gas e industrias extractivas (-1,4%). Respecto a 2019 habían crecido con fuerza información y comunicaciones (26,2%), servicios inmobiliarios (18,7%) y servicios profesionales y administrativos (17,0%), frente a caídas en agricultura, ganadería y pesca (-3,6%) y suministro de energía y gas (-31,4%). Si nos ceñimos al cuarto trimestre de 2024,

destaca la expansión interanual de servicios inmobiliarios (5,1%), comercio, transporte y hostelería (5,0%) y agricultura, ganadería y pesca (4,2%). Construcción (2,6%) e información y comunicaciones (2,3%) presentaban los incrementos más bajos dentro de los aumentos generalizados, donde la excepción fue suministro de energía y gas (-2,1%) con el único retroceso. Respecto a la situación previa a la pandemia, la mayor expansión se ha producido en información y comunicaciones (28,7%), servicios profesionales y administrativos (19,8%) y servicios inmobiliarios (19,4%), mientras que se sitúa todavía por debajo el valor añadido de construcción (-2,6%), el sector agropecuario (-3,6%) y el suministro de energía (-32,0%).

Las cuentas por sectores institucionales muestran que, en el cuarto trimestre de 2024, se mantuvo la buena situación de los hogares en términos agregados. La renta bruta disponible crecía un 8,7% interanual, con un aumento del 7,7% en la masa salarial, por encima del 7,1% de aumento del consumo. De esta forma, la tasa de ahorro continuó siendo muy elevada (13,4% en términos ajustados). Si tomamos el año completo, en 2024 el ahorro bruto generado se situó en 140.000 M€ (13,6% de la renta bruta disponible), superando incluso los 136.000M€ de 2020, que contenían un importante componente de ahorro forzado por la pandemia. La capacidad de financiación tras las inversiones, fundamentalmente en vivienda, se situó en 74.000 M€ (un 7,2% de la renta bruta disponible), en este caso por debajo del máximo de 93.000 M€ de 2020. La tasa de inversión se situó en el 6,9%. Sin embargo, las empresas siguen padeciendo una contracción de los márgenes. El excedente bruto de explotación sobre valor añadido se redujo hasta el 37,0%, en nivel más bajo desde 2006 (y hasta el 36,2% si tomamos el cuarto trimestre ajustado de efectos estacionales). En el lado positivo hay que señalar que mejoró la ratio de inversión sobre valor añadido hasta el 23,2% (desde el 22,7%), rompiendo la tendencia a la baja que mantenía desde 2019. La capacidad de financiación de las empresas se situó en 14.000 M€ (1,7% del VAB) en 2024, moderándose desde los cerca de 30.000 M€ (3,8%) en 2023.

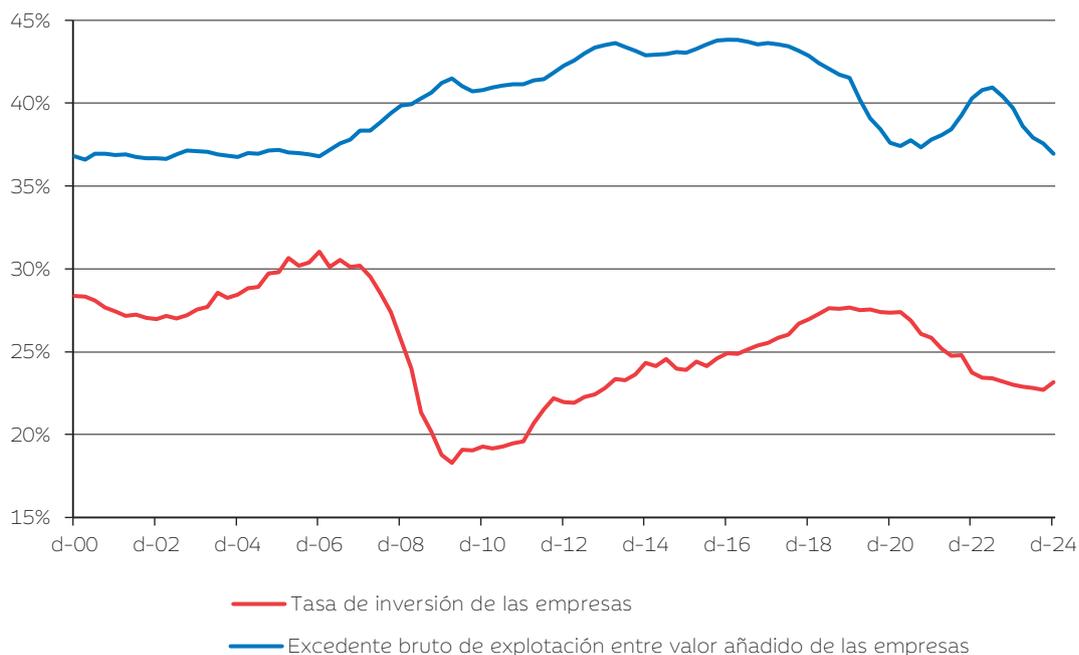
Las cuentas institucionales siguen mostrando una situación muy positiva para los hogares que, a pesar de incrementar el consumo, siguen generando un elevado ahorro (superior en 2024 a 2020, cuando en buena medida estuvo forzado por los confinamientos). En las empresas se continúa reduciendo el margen, pero mejora la inversión.

Ahorro y capacidad de financiación de los hogares en millones de euros al año



FUENTE: Datastream y elaboración propia

Excedente bruto de explotación e inversión entre valor añadido de las empresas



FUENTE: Datastream y elaboración propia

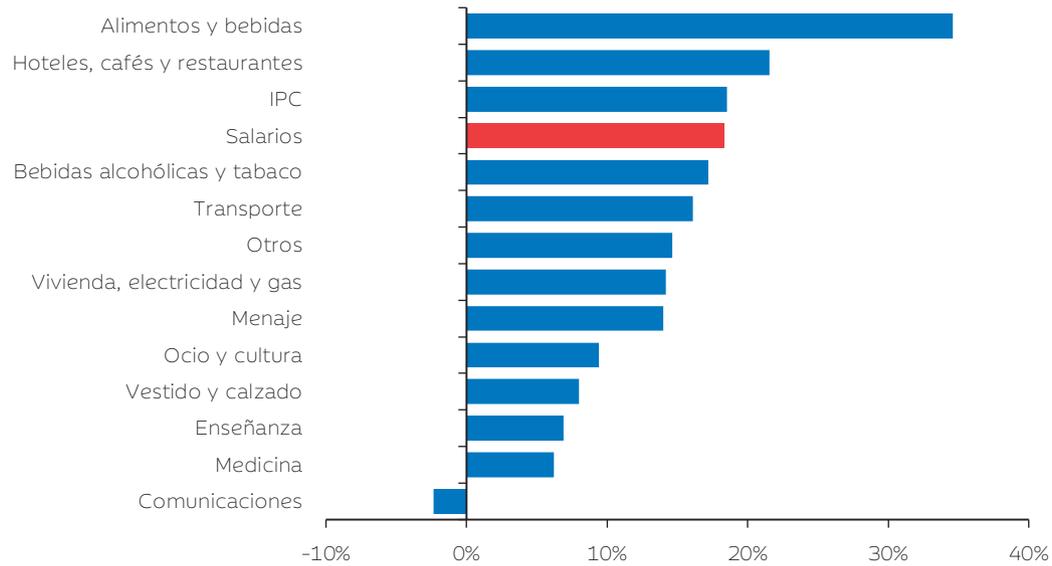
El crecimiento de los precios se ha moderado y ha permitido, con la subida de los salarios, que se recupere la capacidad de compra perdida en el episodio inflacionista, aunque de forma desigual por grupos de consumo, al haberse encarecido los alimentos.

El IPC vuelve a verse afectado por la volatilidad de los precios energéticos, pero puede continuar cerca de los objetivos del BCE. Los incrementos esperados son superiores al ciclo anterior a la pandemia, de riesgos deflacionistas, y la guerra comercial puede suponer incrementos adicionales.

Al igual que en la Zona Euro, las tensiones sobre los precios se han reducido notablemente en España respecto a la situación de 2022 y buena parte de 2023. Si tomamos la evolución del año 2024 completo, el IPC creció un 2,8% interanual tras el 3,5% de 2023 y el máximo del 8,4% en 2022. La tasa subyacente aumentó un 2,9% desde el máximo del 6,0% en 2023. Por grupos de consumo, en 2024 se produjeron elevadas subidas de los precios de hoteles, cafés y restaurantes (4,8%), bebidas alcohólicas y tabaco (4,0%), vivienda (3,6%) y alimentos y bebidas (3,6%), mientras que aumentaron por debajo del 1% los precios de vestido y calzado (0,9%), menaje (0,8%), transporte (0,7%) y comunicaciones (0,1%). Respecto a 2019 los mayores encarecimientos se dieron en alimentos y bebidas (34,6%) y hoteles, cafés y restaurantes (21,5%), mientras que el resto de grupos de consumo subieron menos que el IPC (18,5%) e incluso cayeron en el caso de las comunicaciones (-2,4%). Si tenemos en cuenta la evolución de los salarios desde 2019, que habían crecido un 18,3% hasta 2024, se puede decir que prácticamente se ha absorbido el efecto del shock inflacionista en términos agregados, si bien, de forma desigual, con una pérdida de capacidad adquisitiva en alimentos y bebidas y, en menor medida, restauración, y ganancias en el resto de grupos de consumo. Esto perjudica a los hogares de rentas más bajas, que dedican una mayor proporción de sus ingresos a la compra de alimentos.

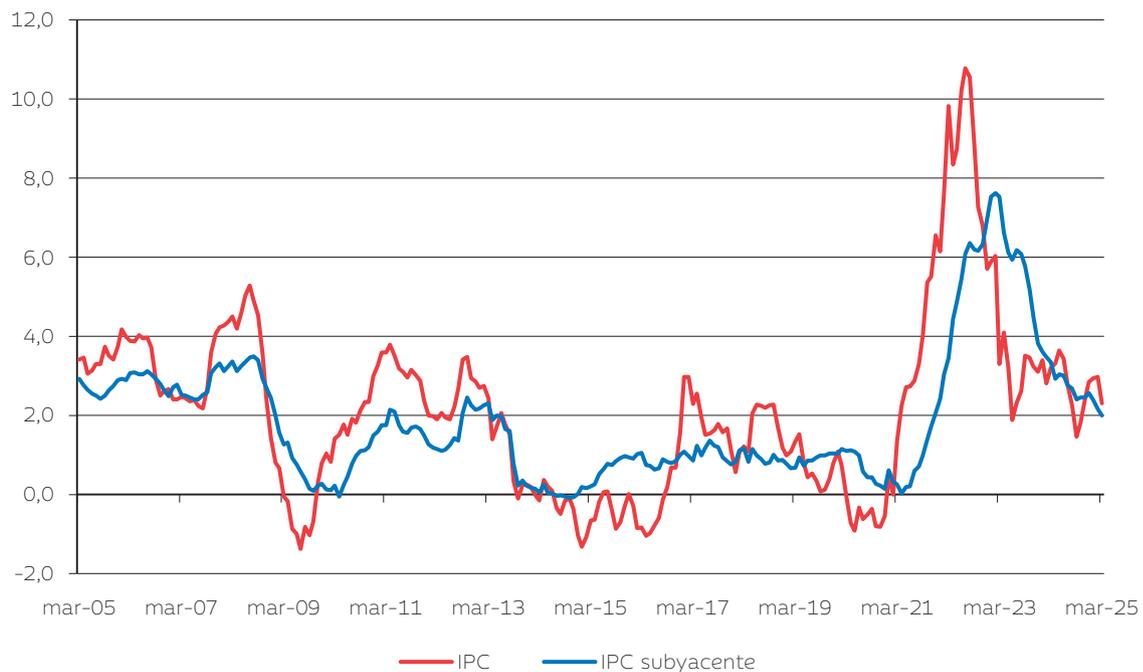
En cuanto a la evolución reciente, el crecimiento del IPC se moderó siete décimas en marzo situándose en el 2,3% interanual según la estimación preliminar. También se frenó la tasa subyacente, en este caso en dos décimas, hasta el 2,0%, el menor aumento desde noviembre de 2021. La desaceleración del IPC fue debida, según avanzó el Instituto Nacional de Estadística (INE), a los precios de la electricidad y, en menor medida a los de carburantes, ocio y cultura. Eso a pesar de que los precios de la electricidad en el mercado regulado continúan muy por encima de

Variación de los precios y los salarios de 2019 a 2024



FUENTE: Datastream y elaboración propia

Variación anual de los precios en España



FUENTE: Datastream y elaboración propia

Las ventas minoristas se aceleraron en el segundo semestre de 2024 respecto al primero, y el comportamiento siguió siendo positivo en los primeros meses de 2025. Respecto a la situación previa a la pandemia destaca el aumento de las ventas por internet y de las grandes cadenas frente a las caídas en tiendas unilocalizadas.

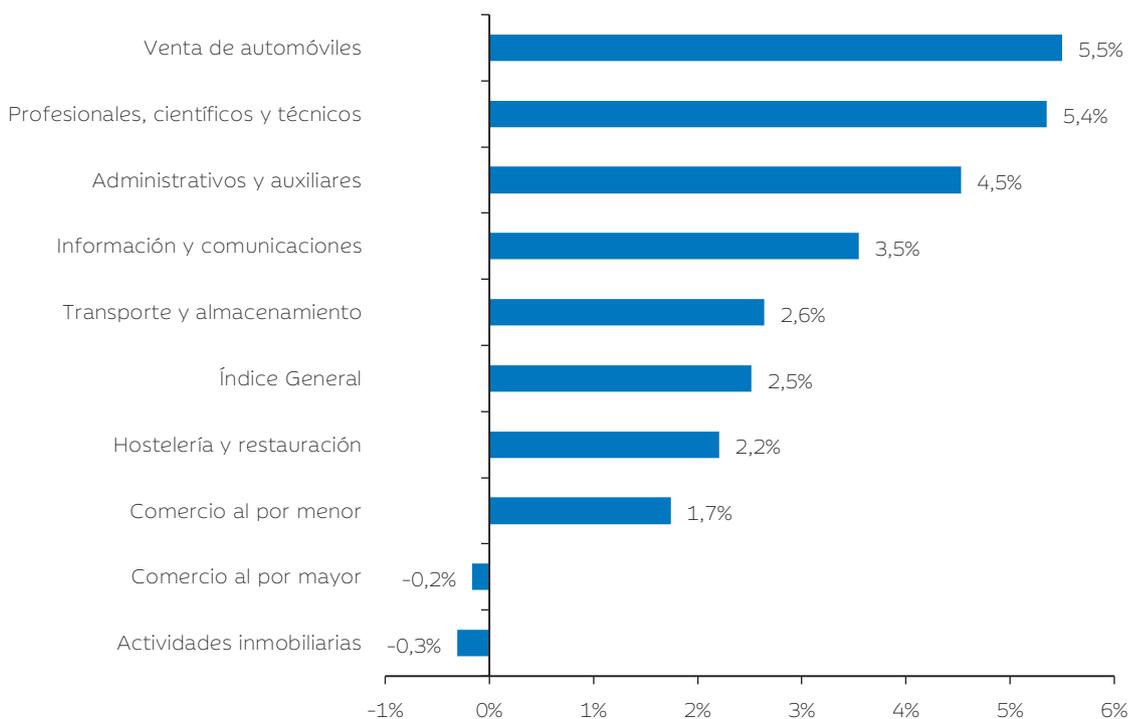
los niveles de un año antes a pesar de la fuerte moderación en marzo respecto a febrero (promedió 53 euros por MWh frente a 108 en febrero, no obstante, el incremento interanual es del 161%). Aunque los precios energéticos continúan introduciendo una notable volatilidad en el IPC, la tasa subyacente muestra una clara reducción de las presiones inflacionistas tras el episodio vivido en 2022 y 2023, aunque con algunos precios, en particular de los alimentos, todavía en niveles muy superiores a los que había en 2021. El efecto base en abril será alcista, sobre todo para la tasa subyacente, pero podemos seguir viendo incrementos en línea con los objetivos del Banco Central Europeo durante la mayor parte del año mientras se configura un nuevo ciclo de crecimiento de los precios en el cual influirán unos salarios que parecen escapar de las tendencias deflacionistas del ciclo anterior a la pandemia y una guerra comercial de magnitud y efectos todavía bastante inciertos.

La evolución de las ventas minoristas fue más positiva en el segundo semestre (2,7% interanual) que en el primero (0,8%). En el conjunto de 2024, las ventas crecieron un 1,7% interanual y superaban en un 3,9% las de 2019. El mejor comportamiento en términos interanuales fue de las ventas de equipos de información y comunicaciones (11,5%), seguido a distancia de las ventas por internet (3,8%) y las de artículos de uso doméstico (3,6%). El menor crecimiento fue el de combustible para automoción (1,7%) y la única caída la de las ventas de artículos culturales y recreativos (-2,4%). Respecto a 2019 destacaba el aumento de las ventas por internet (48,9% frente al 3,9% de las ventas totales). Por modo de distribución, en 2024 crecieron las ventas en las grandes cadenas (3,8% interanual), las empresas unilocalizadas (3,1%) y las pequeñas cadenas (1,5%), mientras que cayeron en las grandes superficies (-1,2%). Respecto a 2019 destaca el aumento de las ventas en grandes cadenas (22,0%) frente las caídas en grandes superficies (-0,4%) y empresas unilocalizadas (-6,0%). En febrero de 2025, la tasa interanual se aceleró hasta el 3,6% desde el 2,2%. Respecto a febrero de 2020 las ventas minoristas habían crecido un 4,6%. El comercio minorista español se vio afectado en mayor medida por la pandemia que en la Zona Euro, sin embargo, la recuperación ha sido mayor y más constante en nuestro país. Todas las secciones tuvieron variaciones positivas tanto interanuales como intermensuales. Destacó el crecimiento de ventas minoristas por internet (9,7% interanual) y de equipos de información y comunicaciones (6,1%), en menor medida, de establecimientos no especializados (4,1%), alimentos, bebidas y tabaco (4,1%). Por debajo de la media crecieron los combustibles de automoción (3,5%) y puestos de venta y mercadillos (3,0%), seguidos de aumentos modestos del 1,5% y 1,6% en otros bienes y artículos de uso doméstico y, con la menor variación, los artículos culturales y recreativos (0,3%).

La producción del sector servicios creció en el conjunto del año 2024 un 2,5% interanual, mejorando el 1,4% de 2023 pero sin llegar al 7,5% de 2022 que comparaba con un 2021 todavía muy afectado por la pandemia. Los mayores incrementos de la producción se dieron en venta de automóviles (5,5%), actividades profesionales, científicas y técnicas (5,4%) y actividades administrativas y auxiliares (4,5%). El comercio al por menor presentó un crecimiento modesto, del 1,7%, si bien, mejoró en la última parte del año, y descendió ligeramente la producción en servicios inmobiliarios (-0,3%) y comercio al por mayor (-0,2%). Si aumentamos el nivel de desagregación destacan los incrementos productivos de servicios de información (10,0%), otras actividades profesionales (9,3%), actividades de alquiler (8,8%) y transporte aéreo (8,1%), mientras que caía la producción de comercio al por mayor (-0,2%), servicios de consultoría de gestión empresarial (-0,5%), telecomunicaciones (-1,6%) y transporte marítimo (-3,4%). La producción de servicios creció un 1,5% en enero de 2025, tras unos datos cercanos al 0% en los meses anteriores. La variación interanual se incrementó hasta 4,2% desde el 2,1% en diciembre casi

El buen comportamiento del sector servicios se aprecia en la evolución positiva de la producción, sobre todo en actividades profesionales, venta de automóviles y servicios administrativos.

Variación anual de la producción de servicios en 2024



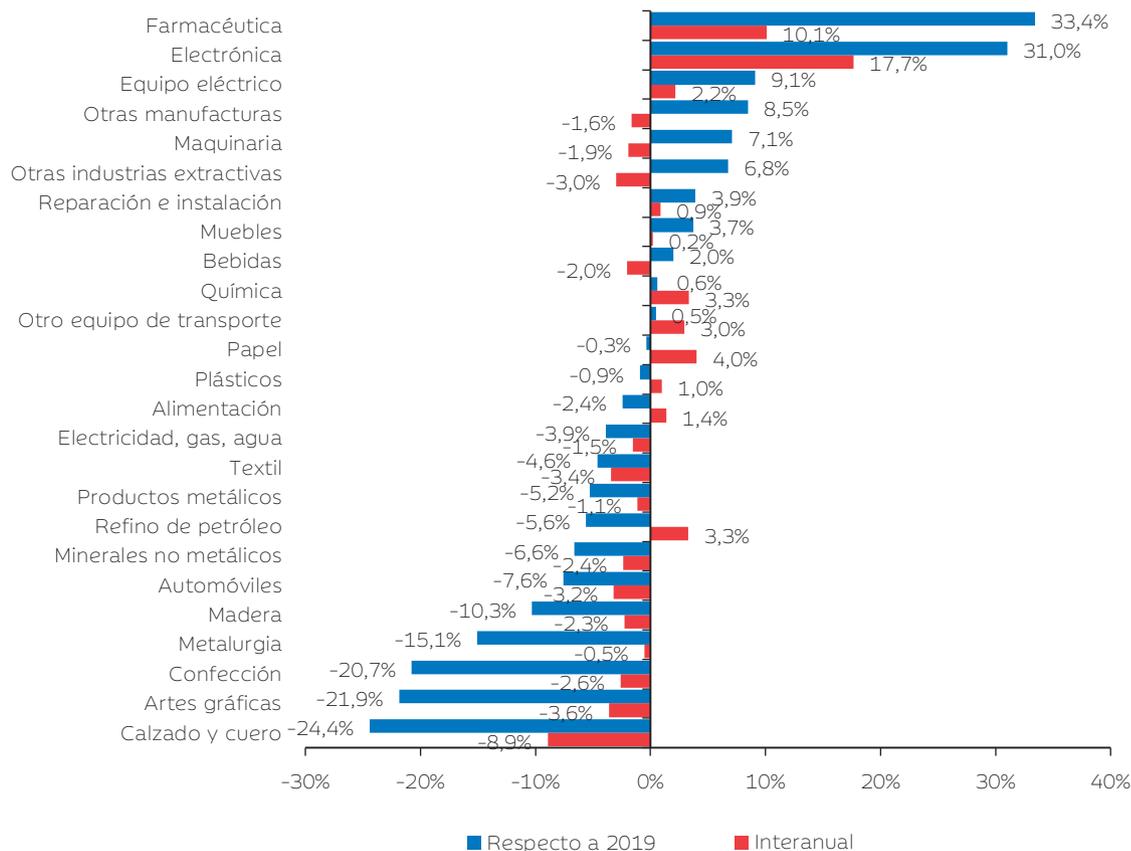
FUENTE: INE y elaboración propia

igualando el valor máximo de 4,5% de marzo de 2023. Por sectores, presentaron los mayores incrementos de producción las actividades inmobiliarias (11,5% interanual), comercio al por mayor (6,8%), administrativos y auxiliares (4,9%) y transporte y almacenamiento (4,7%), mientras que aumentaban por debajo de la media la venta de automóviles (3,6%), información y comunicaciones (3,3%), comercio al por menor (2,2%), hostelería y restauración (1,4%) y profesionales científicos y técnicos (0,8%).

En el conjunto del año 2024 las pernoctaciones hoteleras crecieron un 4,9% para alcanzar los 364 millones, con un aumento del 7,5% en las de extranjeros y más estabilidad en las de españoles (0,2%). Respecto a 2019 las pernoctaciones aumentaron un 6,0% (8,2% las de extranjeros y 2,0% las de españoles). Las de extranjeros alcanzaron un 66,5% del total, máximo de la serie, frente a un 64,9% en 2023 y un 65,1% en 2019 (el máximo anterior era el 66% de 2017). Los precios hoteleros crecieron un 6,2% interanual en 2024 y acumulaban una subida del 32,0% respecto a 2019. En el mes de febrero, las pernoctaciones hoteleras cayeron un -0,9% interanual, lo que rompe la racha positiva iniciada tras la pandemia (el único dato negativo había sido el de abril de 2024 por la celebración de la Semana Santa en marzo). El retroceso provino de la caída de las pernoctaciones de españoles (-3,1%), mientras que las de extranjeros crecieron tímidamente (0,3%). Los precios hoteleros crecieron un 4,2% interanual, desacelerándose desde el 6,1% de enero y el 6,2% promedio en 2024. En cuanto al turismo extranjero total, tal como se esperaba, en 2024 se batió el récord de número de visitantes extranjeros en España, con 93,8 millones tras los 85,2 de 2023, que ya habían superado el máximo de 2019 (83,5). En términos interanuales, el número de turistas aumentó un 10,1% en 2024 y el gasto total un 16,1% gracias a un incremento del gasto medio por persona del 5,4%. Respecto a 2019, el número de turistas extranjeros

La expansión del turismo continuó en 2024, sobre todo por parte de los extranjeros que batieron récords tanto en número de visitantes como, todavía más, en gasto total.

Variación interanual de la producción industrial en 2024



FUENTE: Datastream y elaboración propia

La industria sigue presentando un comportamiento muy diferenciado por ramas, en 2024 fue positivo el comportamiento de electrónica, farmacia y papel.

había aumentado un 12,3%, el gasto total un 37,4% y el gasto medio por persona un 22,3%. La estancia media creció un 0,6% interanual en 2024 y el gasto medio diario un 5,1%.

La producción industrial española creció en el conjunto de 2024 un 0,4% según los datos del INE, que difieren ligeramente de los de Eurostat que utilizamos por ser datos comparables por países de la Unión Europea en una sección anterior. El mejor comportamiento industrial por ramas fue el de productos electrónicos (17,9%), farmacéuticos (9,2%) y papel (4,2%). Entre los sectores que presentaron caídas de la producción las mayores fueron para textil (-3,3%), automóviles (-3,4%) y calzado y cuero (-8,7%). Si comparamos el volumen producido en 2024 con el de 2019, era un -1,3% inferior, con fuertes expansiones en productos farmacéuticos, (32,3%) electrónicos (31,0%) y equipo eléctrico (9,1%) y fuertes caídas en confección (-21,4%), artes gráficas (-21,8%) y calzado y cuero (-24,4%). En febrero de 2025, la producción industrial aumentó 0,7%, pero la tasa interanual empeoró siete décimas hasta llegar al -1,9%. Por ramas destacó el fuerte crecimiento de la producción en confección (7,4% interanual), un sector que parece recuperarse de unos años negativos, aunque sin alcanzar los niveles prepandemia. Otros datos favorables fueron los de fabricación de material y equipo eléctrico (6,3%) y

otras industrias manufactureras (5,2%). En el lado negativo están los automóviles (-11,2%), aunque su variación intermensual es muy positiva desde los reducidos niveles de enero. También sufrieron caídas relevantes cuero y calzado (-7,0%) y refino de petróleo (-6,2%).

En el conjunto del año 2024, las exportaciones crecieron un 0,2% y las importaciones un 0,1%, de forma que el déficit comercial se mantuvo bastante estable respecto al año anterior y alcanzó los -40.275 M€. De este saldo negativo, -30.440 M€ corresponden al saldo energético, sobre todo en petróleo y gas. También hubo un déficit elevado en bienes de equipo (-21.725 M€) y manufacturas de consumo (-12.935 M€). En sentido contrario, hubo superávit en alimentación y bebidas (18.045 M€), automoción (8.590 M€) y otras mercancías (5.400 M€). Por regiones, hubo superávit frente a la Zona Euro (30.815 M€) y Reino Unido (13.660 M€), pero déficit ante África (-13.665 M€), América (-15.635 M€) y, sobre todo, Asia (-62.510 M€), con papel destacado de China (-37.705 M€). La tasa de cobertura exportaciones/importaciones se situó en el 90,5% una décima por encima del año anterior. Si atendemos al comercio bilateral de bienes con Estados Unidos, ahora amenazado por posibles incrementos arancelarios, en 2024 se produjo un déficit comercial de -10.010 M€. El saldo había sido ligeramente negativo hasta 2021, año en que se deterioró por el incremento de las importaciones energéticas. En 2024, el saldo negativo provino principalmente de los productos energéticos (-8.195 M€) y tam-

La balanza comercial de bienes presentó un comportamiento razonable dado el complejo contexto internacional. La tasa de cobertura superó el 90%. El comercio bilateral con Estados Unidos tiene un peso limitado y es deficitario.

	Exportaciones	Importaciones	Saldo
Total			
Alimentación y bebidas	18.179	28.193	-10.013
Productos energéticos	3.426	1.895	1.531
Materias primas	1.219	9.415	-8.196
Semimanufacturas	277	592	-315
Bienes de equipo	5.815	8.814	-2.999
Sector del automóvil	5.230	5.845	-615
Bienes de consumo duradero	535	673	-138
Manufacturas de consumo	256	48	209
Otras mercancías	1.323	902	421
	98	9	89

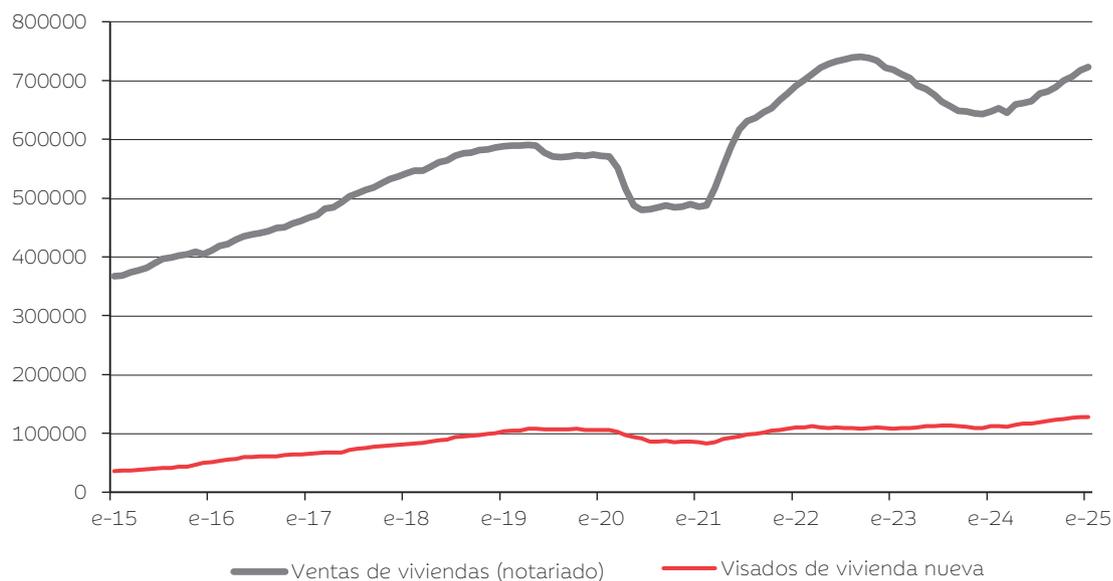
FUENTE: Datacomex, elaboración propia

bién fue elevado en semimanufacturas (-3.000 M€). Sin embargo, los aranceles podrían recaer sobre sectores superavitarios como alimentación y bebidas (1.530 M€), manufacturas de consumo (420 M€) o bienes de consumo duradero (210 M€). Las exportaciones a Estados Unidos pesan apenas un 1% del PIB en España frente a un 3% en la Zona Euro.

El sector inmobiliario vivió una fuerte reactivación en 2024. Las ventas de viviendas crecieron un 11,7% interanual según la serie del Consejo General del Notariado. En doce meses se superaron las 717.000 viviendas vendidas, lo que queda más cerca del máximo de 740.000 alcanzado en 2022 que del mínimo de 642.000 de 2023. En cuanto a las hipotecas, en el conjunto del año 2024 se concedieron 423.760, un 11,2% más que en 2023 aunque sin llegar al máximo de 464.105 alcanzado en 2022, que se benefició de las adquisiciones de vivienda retrasadas durante la pandemia. En 2024, el importe medio creció un 2,7% hasta los 145.675€, superando por 760€ euros el máximo que se había alcanzado en 2022 y quedando -3.190€ por debajo del máximo alcanzado en 2007. El importe total

El mercado inmobiliario sigue mostrando un fuerte dinamismo de la demanda, que se traduce en una fuerte subida de los precios a pesar de la incipiente reacción al alza de la oferta.

Ventas de viviendas e hipotecas concedidas en datos acumulados en doce meses



FUENTE: Datastream, Consejo del Notariado y elaboración propia

concedido ascendió a 61.730 M€, un 14,2% más que el año anterior. La reacción de la oferta se confirma con un aumento del 16,7% interanual de los visados de obra nueva en 2024 hasta 127.720, una cifra todavía modesta en comparación con los años de la burbuja inmobiliaria pero que no se alcanzaba desde 2008. En este contexto de dinamismo de la demanda y escasez de oferta, los precios de la vivienda se siguen acelerando. En el cuarto trimestre crecieron un 11,3% interanual según los datos del INE basados en transacciones, máximo de la serie, que comienza en 2008. Dentro de una expansión generalizada, las subidas fueron algo mayores en las viviendas nuevas (12,3%) que en las de segunda mano (11,1%). La serie del ministerio basada en tasaciones presentaba un incremento del 7,0% interanual hasta 1.972 euros por metro cuadrado, un -6,2% por debajo del máximo de la burbuja inmobiliaria. Si ajustásemos el dato por la inflación, estaríamos un -31,7% por debajo. En el conjunto del año 2024, los precios crecieron un 8,4% según el INE y un 5,8% según el ministerio.

En cuanto al mercado laboral, la Encuesta de Población Activa (EPA) del cuarto trimestre presentó una aceleración del empleo hasta el 2,2% interanual desde el 1,8%. En términos desestacionalizados, la ocupación creció un 0,8% (0,4% en el tercer y el segundo trimestres y 0,5% en el primero). El crecimiento de la población activa se moderó hasta el 0,8% interanual y el número de parados cayó un -9,3% interanual, el mayor descenso desde el tercer trimestre de 2022. De esta forma, la tasa de paro se redujo hasta el 10,6%, mejorando su ritmo de caída hasta -1,2 puntos porcentuales respecto al mismo periodo del año anterior desde -0,7 y -0,4 en los dos trimestres previos. En el conjunto del año, la ocupación habría crecido un 2,2%, la población activa un 1,3% y el número de parados habría descendido en un -5,7% hasta una tasa de paro promedio del 11,3%. Los datos de afiliaciones a la seguridad social han sido menos volátiles que los de la EPA y muestran una notable expansión del empleo en 2024 a pesar de que también se aprecia una desaceleración. El número de afiliados creció un 2,4% en 2024 tras el 2,7% de 2023 y

El mercado laboral continúa con su recuperación, tal como se aprecia en los buenos datos de creación de empleo y en la disminución de la tasa de paro. Las afiliaciones a la seguridad social volvieron a crecer de forma notable en el primer trimestre de 2025.

Variación interanual del número de ocupados



FUENTE: Datastream y elaboración propia

el 3,9% de 2022. En el primer trimestre de 2025, el número de afiliados creció un notable 0,6% respecto al anterior. De esta forma, la situación del mercado laboral continúa siendo positiva, si bien, se aprecia cierto agotamiento desde niveles de expansión difícilmente sostenibles de acuerdo con las tendencias demográficas, además de, posiblemente, mayores dificultades por parte de las empresas de afrontar nuevas contrataciones en un contexto de encarecimiento del empleo por las subidas salariales de los últimos años.

Volviendo a la EPA, por ramas de actividad destacó el crecimiento de la ocupación en 2024 de suministro de energía (15,7% interanual), información y comunicaciones (10,4%), suministro de agua y saneamientos (6,1%) y hostelería (5,4%) frente a un incremento total del 2,2%. En sentido contrario, cayó el empleo del sector agropecuario (-2,0%), personal doméstico (-3,0%), actividades inmobiliarias (-4,8%) y financieras (-6,7%). Respecto a 2019 lideran la expansión del empleo información y comunicaciones (38,0%), sanidad (22,6%) y servicios profesionales (21,4%), y sólo cae el de personal doméstico (-2,0%) y el sector agropecuario (-5,7%). Por otra parte, si tomamos el porcentaje de ocupados que no trabajaron en la semana en que fueron encuestados, tomando el promedio de cuatro trimestres para evitar los efectos estacionales, se alcanzó el 11,8% del total de ocupados frente a un 8,6% antes de la pandemia (y un 15,9% en el máximo de la misma). Los que no trabajaron por vacaciones habían aumentado al 6,3% desde el 5,1%, y los que no lo hicieron por enfermedad hasta el 4,4% desde el 2,7%. En cuanto a la tasa de paro por regiones, como promedio de 2024, los mejores datos fueron para Navarra (7,6%), Cantabria (7,8%), País Vasco (8,1%) y Aragón (8,1%), mientras que las tasas más elevadas se daban en Castilla La Mancha (13,3%), Canarias (13,8%), Extremadura (15,5%) y Andalucía (16,5%). El promedio de España fue del 11,3%.

Desde un punto de vista sectorial, respecto a la situación anterior a la pandemia destaca el aumento del empleo en información y comunicaciones, sanidad y servicios profesionales. Por otra parte, aumenta el absentismo laboral.

Variación del número de ocupados según la EPA en 2024



FUENTE: INE y elaboración propia

Indicadores económicos

- Las ventas minoristas crecieron un 1,7% interanual en 2024.
- La producción de servicios aumentó un 2,5%.
- La producción industrial creció un 0,4%.
- Las compraventas de viviendas crecieron un 11,7% interanual en 2024 según el notariado
- Los precios de la vivienda se incrementaron en un 8,4% en 2024 según el INE.
- La ocupación aumentó un 2,2% en 2024 según la EPA. La tasa de paro se situó de media en el 11,3%.
- El IPC crecía un 2,8% en 2024, la tasa subyacente un 2,9%. En marzo se habían frenado al 2,3% y el 2,0% respectivamente.

Principales magnitudes macroeconómicas	2023	2024	2023				2024			
			1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
Indicadores de competitividad										
Índice precios al consumo (IPC)	3,6	2,8	5,1	3,1	2,8	3,3	3,1	3,4	2,2	2,3
Costes laborables por trabajador	5,5	4,0	6,2	5,8	5,0	5,0	3,9	4,1	4,4	3,6
Indicadores de endeudamiento										
Capacidad o necesidad de financiación con el resto mundo (%PIB)	15,0	16,7	3,8	3,0	4,0	4,3	3,7	4,0	4,9	4,2
Capacidad o necesidad de financiación de las administraciones públicas (%PIB)	-3,5	-3,2	-2,6	-4,5	-4,0	-3,0	-2,8	-3,2	-3,4	-3,3
Mercado laboral										
Creación de empleo equivalente	3,2	2,4	2,7	3,0	3,3	3,8	3,1	2,2	2,1	2,3
Tasa de paro	12,2	11,3	13,3	11,6	11,8	11,8	12,3	11,3	11,2	10,6
Apertura al exterior										
Balanza por cuenta corriente (Mn€ acumulados)	39772,0	48136,0	10466,0	19050,0	29525,0	39772,0	12006,0	24849,0	39547,0	48136,0
Exportaciones de bienes y servicios (%PIB)	34,3%	34,3%	34,8%	34,6%	33,8%	34,1%	34,5%	34,4%	34,3%	34,1%
			2023				2024			
	2023	2024	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T
PRODUCTO INTERIOR BRUTO a precios de mercado	2,7	3,2	3,9	2,4	2,2	2,3	2,6	3,2	3,3	3,4
DEMANDA NACIONAL (*)	1,7	2,8	1,2	1,1	1,6	2,7	2,3	2,5	2,8	3,6
Gasto en consumo final de los hogares	1,7	2,8	1,6	0,9	1,3	3,0	2,1	2,5	2,9	3,8
Gasto en consumo final de las AAPP	5,2	4,1	3,4	6,0	6,4	5,0	4,9	3,4	4,2	4,0
Formación bruta de capital fijo	2,1	3,0	1,9	1,7	0,3	4,7	2,3	3,0	2,2	4,5
- Activos fijos materiales	2,4	3,3	2,6	1,9	0,3	4,8	1,9	3,4	2,8	5,1
• Construcción	3,0	3,5	4,9	3,2	0,0	3,9	2,4	3,5	3,9	4,1
• Bienes de equipo y activos cultivados	1,1	2,8	-1,2	-0,7	0,4	6,3	0,8	3,2	0,6	6,8
- Activos fijos inmateriales	1,0	1,5	-1,4	1,0	0,4	4,1	4,0	1,0	-0,4	1,7
Variación de existencias (*)	-0,8	-0,2	-0,8	-1,0	-0,5	-0,9	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2
DEMANDA EXTERNA (*)	1,0	0,3	2,6	1,3	0,5	-0,4	0,3	0,7	0,5	-0,2
Exportaciones de bienes y servicios	2,8	3,1	9,0	1,8	0,0	0,7	1,8	2,7	4,7	3,2
- Exportaciones de bienes	-1,0	0,4	4,1	-1,0	-3,6	-3,4	-1,1	-0,1	2,1	0,9
- Exportaciones de servicios	12,2	8,7	21,3	8,8	9,0	10,7	8,0	8,8	10,4	7,6
Importaciones de bienes y servicios	0,3	2,4	1,8	-1,5	-1,3	2,3	1,0	1,1	3,7	4,0
- Importaciones de bienes	-0,2	0,3	0,3	-1,0	-1,4	1,3	-0,8	-1,7	0,9	2,7
- Importaciones de servicios	3,0	12,8	9,3	-4,1	-0,8	8,1	9,7	15,4	17,4	9,1
Oferta	2,7	3,2	3,9	2,4	2,2	2,3	2,6	3,2	3,3	3,4
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	6,5	8,3	-4,0	6,1	12,5	12,6	11,5	7,3	10,3	4,2
Industria	0,7	2,7	2,7	-0,6	-0,7	1,3	1,2	3,3	3,7	2,7
- Industria manufacturera	2,1	3,5	4,4	0,8	1,0	2,2	1,8	4,7	4,0	3,7
Construcción	2,1	2,1	3,7	3,2	-0,0	1,8	2,5	1,7	1,6	2,6
Servicios	3,3	3,7	4,6	3,1	3,0	2,7	3,3	3,9	3,6	3,8
- Comercio, transporte y hostelería	4,4	3,4	7,3	4,1	4,2	2,0	2,0	3,4	3,0	5,0
- Información y comunicaciones	5,0	3,7	4,5	5,4	5,2	4,7	4,9	4,2	3,5	2,3
- Actividades financieras y de seguros	-0,5	1,7	-0,6	-0,8	2,1	-2,7	1,7	2,6	-0,2	2,9
- Actividades Inmobiliarias	3,3	5,9	3,4	3,8	1,6	4,3	6,3	5,1	7,2	5,1
- Actividades profesionales	1,2	4,2	2,1	0,6	-0,4	2,3	3,4	5,5	4,4	3,4
- Administración pública, sanidad y educación	3,0	3,2	3,3	2,8	2,9	2,9	3,3	2,9	3,9	2,8
- Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	6,3	2,5	9,1	3,7	6,2	6,2	3,4	5,2	-1,3	3,1
Impuestos netos sobre los productos	0,5	-1,0	2,4	0,4	0,0	-0,8	-2,7	-2,4	-0,2	1,2

(*) Aportación al crecimiento del PIB a precios de mercado



efr

Ibercaja Banco, S.A. (2085) NIF: A99319030. Domicilio social: Plaza Basilio Paraiso, 2. 50008 Zaragoza.



www.ibercaja.es

