

¿Seguirá España siendo el «alumno aventajado» de Europa?

En dos minutos...

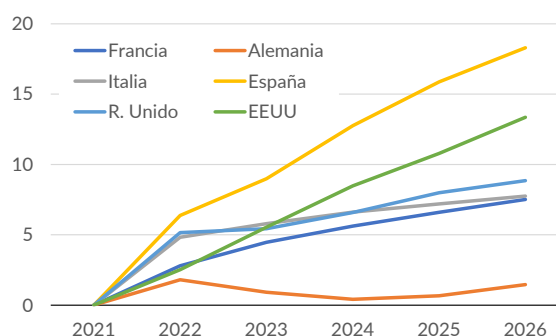
- El dinamismo económico se moderará, aunque se mantendrá por encima del de la zona euro, con señales de diversificación de la estructura productiva que también se reflejan en el sector exterior.
- El mercado laboral absorbe el aumento de la población activa, al tiempo que los efectos de la reforma laboral se traducen en una reducción de la temporalidad.
- El sector inmobiliario vive un profundo desajuste entre la oferta y la demanda y requiere una combinación adecuada de políticas públicas.

1. Situación macroeconómica: mantenimiento del tono positivo

España seguirá creciendo a un ritmo superior al del conjunto de la zona euro, aunque su crecimiento se moderará como consecuencia de la reducción de los flujos migratorios, que ralentizará el aumento de la población activa.

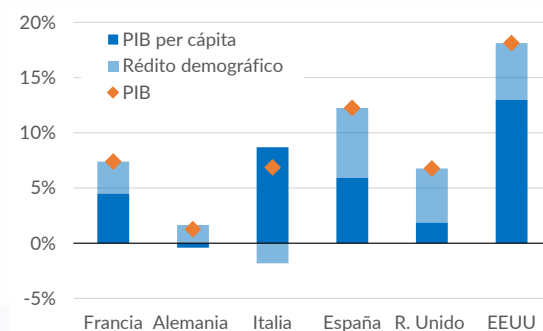
La renta per cápita, cuya evolución depende de la productividad, se verá impulsada por el mayor dinamismo de la zona euro y por otros tres factores: (i) una rotación sectorial que favorezca el aumento del empleo y de la inversión en sectores más productivos, como el sector tecnológico; (ii) el mantenimiento de la inversión en energías renovables y en la red eléctrica para consolidar la ventaja competitiva que ofrece la generación renovable; y (iii) una tasa de inversión elevada que permitirá seguir avanzando en la profundización del capital por trabajador.

Gráfico 1. Crecimiento del PIB desde 2021 (%)



Fuente: FMI.

Gráfico 2. Crecimiento del PIB y del PIB per cápita entre 2018 y 2025 (%)



Fuente: FMI.

2. Mercado laboral: reducción de la temporalidad

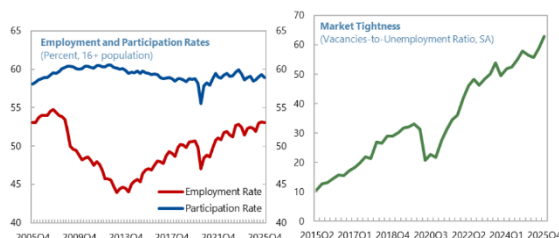
El mercado laboral ha mantenido un notable **dinamismo** tanto desde el punto de vista cuantitativo (fuerte creación de empleo y reducción de la tasa de paro) como desde el cualitativo (reducción de la temporalidad). Esta reducción (del 25 % antes de la reforma laboral al 15 % en 2025) debería reforzar los incentivos para formar a los trabajadores, lo que contribuiría a aumentar la formación en el puesto de trabajo y, en última instancia, la productividad.

El mercado laboral ha mostrado **flexibilidad** y ha permitido crear empleo en sectores **distintos de los «tradicionales»**, como el tecnológico, el financiero y el de servicios profesionales.

En los próximos años, el menor crecimiento de la población en edad de trabajar, debido al envejecimiento poblacional y a la caída de los flujos migratorios, se traducirá en un **crecimiento de la ocupación inferior al registrado en los últimos años**. En consecuencia, la tasa de paro se estabilizará en niveles ligeramente inferiores a los actuales, aunque seguirá por encima de la de otros países europeos.

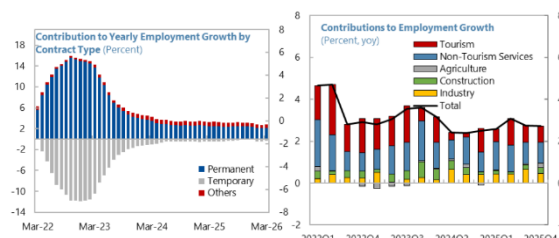
Gráfico 3. Aumento de la tasa de empleo y de la tensión en el mercado laboral

(izq.: tasas de empleo y de participación; dcha.: vacantes por persona desempleada, en %)



Fuente: FMI.

Gráfico 4. Creación de empleo por tipo de contrato (izq.) y por sector (dcha.)



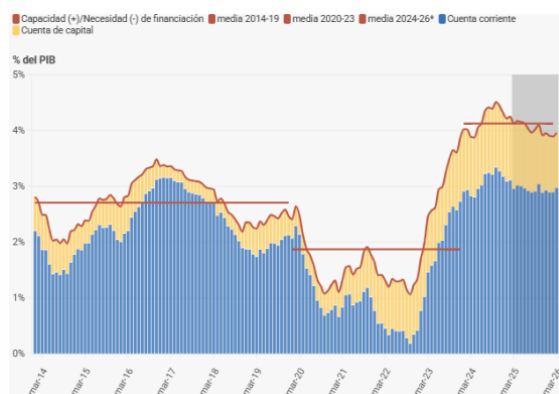
Fuente: FMI.

3. Sector exterior: más allá del turismo

El sector exterior se ha convertido en un **factor de apoyo para la actividad**. El saldo comercial ha pasado a ser estructuralmente positivo: a grandes rasgos, el déficit de bienes se compensa con el superávit de los servicios no turísticos, mientras que el saldo turístico se mantiene favorable y la balanza de rentas sigue siendo deficitaria debido a que la posición inversora externa todavía es negativa.

En adelante, el sector turístico deberá **renovarse ante los límites físicos y sociales a nuevos aumentos de las llegadas**. El sector se ha recuperado de la crisis del COVID-19 tanto en términos de ingresos como de llegadas, aunque un número creciente de políticos y analistas se muestran críticos con el sector y señalan la escasa estabilidad y la baja calidad del empleo que genera, así como los bajos salarios. En los próximos años, el sector

Gráfico 5. Balanza de pagos
(capacidad (+)/necesidad (-) de financiación, en % del PIB)

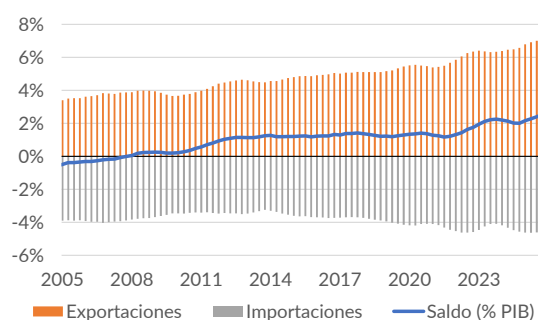


Fuente: Banco de España.

deberá reorientar su oferta para priorizar la calidad frente a la cantidad, lo que podría contribuir a mejorar la composición de la demanda turística y a aumentar el gasto por visitante.

Los servicios no turísticos se han consolidado como un elemento relevante tanto de la actividad económica como del sector exterior, con un saldo favorable superior a dos puntos del PIB. Entre otras actividades, incluyen los servicios tecnológicos, la consultoría y los servicios financieros. Han registrado un crecimiento sustancial del empleo y del valor añadido. En los próximos años, seguirán siendo un importante elemento de dinamismo y actuarán como una fuente de demanda de empleo y de financiación.

Gráfico 6. Servicios no turísticos
(% del PIB)

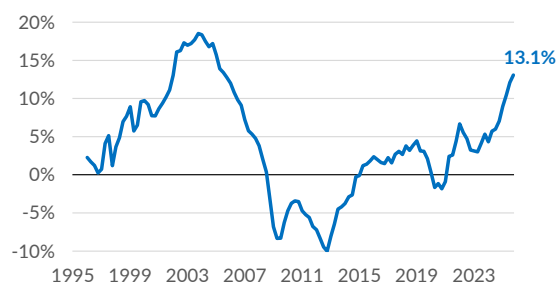


Fuente: Banco de España.

4. Sector inmobiliario: foco de preocupación social

El mercado inmobiliario ha estado marcado por el desajuste entre una demanda dinámica y una oferta inelástica, lo que ha dado lugar a un elevado déficit de vivienda —que el Banco de España estima en 750.000 unidades— y a un fuerte aumento de los precios, aunque sin que se observen dinámicas propias de una burbuja como en episodios anteriores. En este contexto, **la vivienda se ha convertido en el principal problema social** y su creciente relevancia ha impulsado nuevas políticas públicas para favorecer el acceso a ella.

Gráfico 7. Precio de la vivienda (variación interanual, %)



Fuente: INE.

En adelante, el crecimiento de la demanda de vivienda se moderará debido a los precios más elevados, a unas condiciones de financiación más restrictivas y a una menor formación de hogares derivada de la reducción de la inmigración. El mercado puede desarrollar nuevas soluciones habitacionales, como el *coliving* o la vivienda cooperativa.

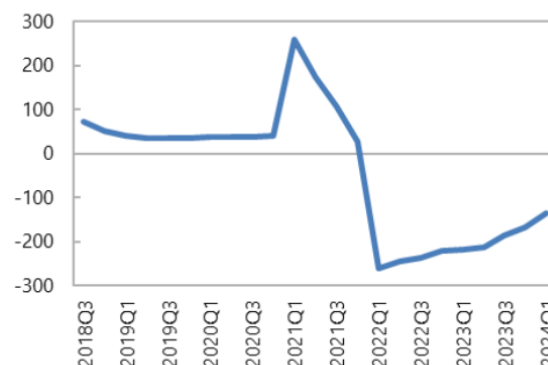
La respuesta de la oferta procederá tanto de la iniciativa privada como de la pública, mediante instrumentos como el fondo «España Crece». Su despliegue puede compensar la caída de la inversión procedente de los programas de fondos europeos (NextGenerationEU y, en particular, del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia). El fondo busca movilizar, mediante la colaboración público-privada, hasta 120.000 millones de euros en capital destinado al sector inmobiliario. Con todo, la actividad del sector de la construcción se recuperará a partir de los mínimos actuales, aunque se mantendrá lejos de los niveles alcanzados a principios de la década de 2000.

Gráfico 8. Ratios precio-ingresos y precio-alquiler
(2015 = 100)



Fuente: FMI.

Gráfico 9. Déficit de oferta inmobiliaria
(suma de 4 trimestres, miles de unidades)



Fuente: FMI.

5. Entorno político: frágil e incierto

El entorno político de los últimos años se ha caracterizado por una coalición frágil en torno al PSOE, aunque con crecientes tensiones internas, tanto con los partidos situados a la izquierda del espectro político como con los partidos nacionalistas e independentistas. Una muestra de ello ha sido la incapacidad de aprobar unos presupuestos generales del Estado desde los de 2023 e incluso el cuadro macroeconómico previo a la elaboración de los de 2026. Esta inestabilidad política ha ido acompañada de un repunte de la prima de riesgo soberano de España.

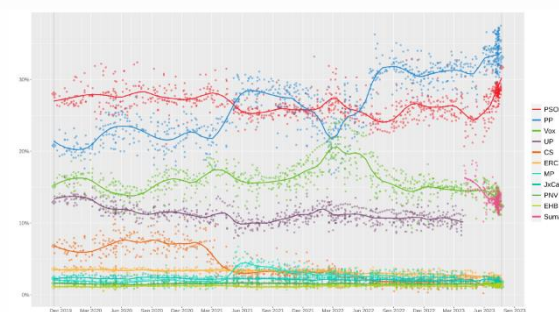
El aumento de las informaciones sobre posibles casos de corrupción en el entorno del PSOE ha agudizado las tensiones en la coalición de Gobierno, aunque el Ejecutivo ha descartado por ahora un adelanto electoral. La legislatura se agota en 2027 y las elecciones deberán celebrarse, a más tardar, en septiembre de ese año. En principio, los comicios se presentarán como una pugna entre el liderazgo de Pedro Sánchez y el tándem PP-Vox. La mayoría de las encuestas apuntan a una victoria del PP, aunque necesitaría el apoyo de Vox para la investidura o para formar gobierno.

Gráfico 10. Prima de riesgo soberano de España
(diferencial de rentabilidad de los bonos a 10 años, p. b.)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 11. Encuestas electorales en España
(intención de voto, %)



Fuente: múltiples encuestas agregadas en Wikipedia.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la contratación de los productos, la realización de las operaciones o la prestación de los servicios. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse un indicador fiable de posibles resultados futuros ni una garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que ni la evolución pasada de los valores o instrumentos ni los resultados históricos de las inversiones garantizan la evolución ni los resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos por el Grupo CAJA INGENIEROS en el ejercicio económico, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés de los socios y socias y en favor de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique ni a los socios y socias ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operativa personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. *All rights reserved.*