

30.05.2025

Entorno económico actual: retos y oportunidades

Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Zaragoza
Zaragoza
Soledad Núñez
Subgobernadora

Rectora Magnífica, doña Rosa Bolea; decana de la Facultad de Economía y Empresa, doña Ana Yetano, profesores y asistentes:

Quisiera dar las gracias a la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza, así como a la Cátedra Garrigues de Derecho y Empresa, representada por don Juan Luis Falcón, la oportunidad de participar en esta conferencia que se celebra con motivo del 50 aniversario de esta facultad.

En el día de hoy voy a hacer un análisis del entorno económico actual que vivimos, claramente influenciado por la incertidumbre que nos viene acompañando en los últimos tiempos.

En una economía tan interconectada, comenzaré con una breve referencia al entorno internacional.

En 2024 la economía mundial mostró una notable resiliencia con un crecimiento estimado del 3,3% en un contexto en el que destacó el dinamismo en Estados Unidos y la fortaleza del sector servicios.

En la zona euro, la actividad económica avanzó un 0,8 % en 2024 (un 0,5 % en 2023), pero con una elevada heterogeneidad por países. Esta modesta aceleración de la actividad se apoyó, principalmente, en el avance del gasto público y en el desempeño positivo del sector exterior. En el otro extremo, la persistencia de una elevada incertidumbre dificultó una recuperación más vigorosa del consumo privado.

Algunos países del centro y el norte de Europa, como Austria, Finlandia y Alemania, cuyo sector industrial tiene un mayor peso relativo, experimentaron leves contracciones del PIB debido, en parte, a la caída observada en la inversión productiva. Por otro lado, algunos países del sur de Europa, como España, Grecia y Portugal, más especializados en actividades de servicios ligadas al comercio, el transporte y el turismo, experimentaron ritmos de avance del PIB más elevados.

No obstante, en el tramo final del año, así como en los primeros meses de 2025, estamos observando una creciente incertidumbre motivada por las elevadas tensiones geopolíticas y comerciales. Todo esto está asociado en gran parte a las distintas medidas anunciadas y adoptadas por la nueva administración estadounidense.

Esta nueva situación ha provocado una desaceleración brusca en el primer trimestre de 2025. De hecho, el PIB de EEUU pasó de crecer a una tasa intertrimestral del 0,6 % en el cuarto trimestre de 2024 a contraerse un 0,1 % en los primeros tres meses de este año, especialmente por el repunte de las importaciones por la anticipación de los aranceles y por la moderación del consumo privado.

Por el contrario, en otras economías como China creció en el primer trimestre por encima de las expectativas, un 5,4%, por el efecto de las medidas de estímulo desplegadas por las autoridades y por las exportaciones (fruto del adelanto de los flujos comerciales por los aranceles). En la zona euro, también la actividad económica ha sorprendido al alza en este primer trimestre, pasando de un incremento intertrimestral a finales de año del 0,2% al 0,4%. Otra buena noticia es que las dos principales economías de la región, Francia y Alemania retornaron a tasas de crecimiento positivas.

Por el lado de los precios, en términos generales, ha continuado la moderación gradual a escala global a pesar de las volatilidades en los precios de la energía y una resistencia a la baja de la inflación de los servicios.

La inflación general mantuvo una senda descendente en la UEM, alcanzando el 2,4 % en diciembre de 2024. Este descenso vino determinado, principalmente, por la evolución de los componentes más volátiles de la inflación. Entre ellos, destacó la fuerte contención de los precios de los alimentos y la energía. En términos de la inflación, la heterogeneidad por países fue menor.

No obstante, a finales de 2024 y principios de 2025, la tendencia a la baja de las tasas de inflación global se ha estancado debido principalmente al aumento de los precios de la energía. Pero más recientemente estamos observando una reducción significativa de estos, principalmente del petróleo por la incertidumbre y el deterioro de las perspectivas.

La tasa de inflación subyacente también disminuyó hasta el 2,7 % en 2024 y estuvo condicionada por una mayor resistencia a la baja de la esperada en la inflación de los servicios. En cambio, los precios de los bienes industriales no energéticos se moderaron significativamente por la paulatina relajación de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor y por la corrección del precio de los insumos energéticos y de las materias primas.

En los últimos meses, el entorno internacional se ha caracterizado por una creciente incertidumbre sobre las políticas económicas y por elevadas tensiones geopolíticas y comerciales. Las perspectivas sobre la inflación son extraordinariamente inciertas y dependerán de la evolución de las tensiones comerciales, del comportamiento de los mercados financieros, de la posible aparición de cuellos de botella y del grado de confianza/certidumbre que muestren los agentes económicos.

El anuncio de los “aranceles recíprocos” desencadenó un episodio de fuertes turbulencias financieras a escala global que se ha ido revirtiendo en las últimas semanas. En todo caso, los mercados financieros internacionales siguen expuestos a posibles perturbaciones adversas en los próximos meses. La valoración de algunos activos con riesgo sigue siendo elevada desde una perspectiva histórica.

Ya centrandonos en España, nuestra economía mostró un notable dinamismo en 2024, superando las previsiones y el ritmo de avance registrado en el promedio de la UEM. Entre los factores que sustentaron el crecimiento del PIB en España cabe destacar el vigor del consumo público y privado, frente a la relativa debilidad de la inversión, así como la contribución positiva de la demanda exterior neta, apoyada por el buen comportamiento de las exportaciones de servicios, tanto turísticos como no turísticos.

Como factores dinamizadores encontramos la industria, que se ha visto favorecida por unos precios de energía más competitivos. Por otro lado, las actividades relacionadas con el turismo se han visto beneficiadas por una creciente diversificación, tanto en términos estacionales como de origen y destino. Finalmente, en el caso de los servicios no turísticos, en un contexto de aumento global en la provisión de servicios online, se ha producido un incremento del empleo particularmente elevado en algunos sectores con un mayor contenido tecnológico, como la programación y la consultaría informática o los servicios de información, que podría reflejar la mayor capacitación de nuestro país en términos de infraestructura digital.

El consumo de los hogares explicó la mitad de la expansión de la actividad en dicho año, favorecido por el avance de la población, la reducción de los tipos de interés y el aumento de las rentas reales. No obstante, en un contexto de tipos de interés todavía elevados y de repunte de la incertidumbre, los hogares incrementaron su consumo en menor medida que sus ingresos, lo que resultó en un nuevo aumento de la tasa de ahorro. Esta tasa, si bien se sitúa todavía por debajo de la de la zona euro es superior en casi 5pp a su promedio histórico previo a la pandemia.

Adicionalmente, con una perspectiva temporal más amplia, desde 2019, el avance del consumo agregado de los hogares apenas ha compensado el crecimiento demográfico de la economía española. Así, a finales de 2024, el consumo per cápita se situaba todavía ligeramente por debajo de su nivel previo a la pandemia, al contrario que en la UEM.

Además, el endeudamiento de los hogares continuó descendiendo. La ratio de deuda sobre renta se situó en el 68 % a finales de 2024, nivel no visto desde el año 2000 y 15 pp por debajo de la del área del euro. Un menor endeudamiento unido a unas menores tasas de interés, han resultado en una menor proporción de hogares con endeudamiento elevado. El porcentaje estimado de hogares endeudados que tienen una carga financiera superior al 40 % de la renta se ha reducido hasta situarse en el 7,4 % en 2024, más de 3 pp por debajo de la media de 2014-2022.

En relación con las empresas no financieras, aunque su saldo de deuda creció, su proporción en relación con los beneficios se mantuvo estable y en niveles reducidos y del mismo modo se vieron beneficiadas por la reducción de los tipos de interés.

Por otra parte, el consumo público volvió a mostrar un elevado dinamismo en 2024 y creció a una tasa superior a la observada en la UEM. Desde finales de 2019, este componente de la demanda se ha consolidado como el principal contribuyente al crecimiento acumulado del PIB, explicando en torno a la mitad del aumento del producto en este período.

Por otro lado, la formación bruta de capital se mantiene, junto con las exportaciones de bienes, como la rúbrica de la demanda con una recuperación más rezagada desde la crisis sanitaria. Por componentes, la inversión en equipo y la orientada a construcciones distintas a la vivienda son las que presentan una mayor debilidad con respecto a la situación previa a la pandemia. Por su parte, la inversión residencial registró un avance modesto durante el ejercicio pasado. Este incremento fue, nuevamente, insuficiente para atender las mayores necesidades de vivienda que se han producido en los últimos años como consecuencia, entre otros motivos, del aumento en el número de hogares.

Otros factores importantes para la expansión del PIB en 2024 y, más en general, en los últimos años fueron el aumento de la población y el crecimiento del empleo, que ha permitido prolongar la reducción de la elevada tasa de paro de la economía española.

En este sentido, la creación de empleo ha estado particularmente concentrada en la población inmigrante, en los trabajadores con un mayor nivel educativo y, a nivel sectorial, en los servicios, algunos de ellos con un alto valor añadido. Al mismo tiempo, se observan crecientes señales de tensionamiento en este mercado laboral dado que aumenta el porcentaje de empresas que declara que la falta de mano de obra limita su actividad.

La tasa de paro se redujo en España desde el 12,2 % en 2023 hasta el 11,3 % en 2024, aún unos 5 pp por encima de la del promedio de la UE. Desde el estallido de la pandemia, la caída de la tasa de paro en nuestro país ha sido más acusada en aquellas regiones que

tradicionalmente han tenido unas tasas de paro más altas. En todo caso, la dispersión regional de las tasas de desempleo en España es relativamente elevada cuando se compara con la de otros países de nuestro entorno.

El crecimiento de la productividad también habría favorecido la expansión del PIB. Así, tanto en 2024 como en el período 2019-2024, el dinamismo de la productividad fue más acusado en España que en el resto de la UEM, especialmente en comparación con Francia y Alemania y en términos de la Productividad Total de los Factores. A pesar de ello, la brecha negativa que la economía española ha acumulado en las últimas décadas con respecto al resto de la UEM en términos de productividad continúa siendo significativa y reducirla sigue representando uno de los mayores retos para nuestra economía a futuro.

Otro de los puntos a destacar es que el déficit público pasó del 3,5 % del PIB en 2023 al 3,2 % en 2024¹.

La reducción del déficit público en 2024 se vio favorecida porque el incremento de ingresos públicos fue superior al de los gastos.

En este contexto, la deuda pública española se redujo del 105,1 % del PIB en 2023 al 101,8 % en 2024, si bien sigue situándose entre las más elevadas de la UEM. Esta reducción se produjo por el aumento del PIB nominal y esta ratio todavía se sitúa 4.1pp por encima de finales de 2019, antes de la pandemia.

En resumen, en estos últimos meses la actividad ha estado condicionada por la incertidumbre sobre políticas económicas y las tensiones geopolíticas y comerciales. Las erráticas y arbitrarias políticas arancelarias de EEUU condicionan un panorama muy difícil de predecir, pero afectarán sin duda a las perspectivas económicas. Por otro lado, aunque con los últimos datos no se aprecian cambios significativos en el proceso de desinflación, este entorno de incertidumbre también puede afectar de manera muy diversa.

En cuanto a las perspectivas futuras y retos hay que destacar que un entorno tan complejo y con tantos elementos inciertos, es imprescindible contar con distintos escenarios hipotéticos alternativos. Por ejemplo, las simulaciones realizadas por el Banco de España sugieren que un eventual incremento de los aranceles tendría un impacto adverso sobre el nivel de actividad mundial. Ese impacto sería particularmente elevado en Estados Unidos, pero más contenido en la UEM y, especialmente, en España. No obstante, si estas tensiones comerciales se vieran amplificadas a través de un deterioro en las condiciones financieras globales y/o en los niveles de incertidumbre, el impacto negativo sobre el PIB de la economía española y europea sería más elevado.

En todo caso, con una perspectiva temporal más amplia, es importante entender el proceso más profundo y estructural de cuestionamiento del multilateralismo en las relaciones internacionales y del proceso de globalización, y valorar las posibles implicaciones que estos desarrollos podrían tener a largo plazo. En particular, si algunas de las dudas que han surgido recientemente en cuanto al papel central que el dólar estadounidense desempeña en el sistema monetario y financiero internacional se intensificaran, esto podría generar riesgos significativos para la estabilidad financiera global.

¹ 2,8 % del PIB, si se excluyen los gastos asociados a la DANA.

En cuanto a la economía española, es imprescindible analizar, en primer lugar, qué parte de las dinámicas recientes de la actividad económica en nuestro país se debe a factores puramente coyunturales y que, por tanto, podrían revertirse en el futuro o a cambios verdaderamente estructurales que hayan incrementado de forma sostenible la resiliencia y la capacidad de crecimiento de nuestra economía.

En segundo lugar, es preciso tener en cuenta que, a pesar de algunos notables avances recientes, la economía española aún se enfrenta a numerosos retos estructurales de una extraordinaria envergadura. Algunos de estos retos han sido bien conocidos durante décadas, como los relacionados con la productividad y el mercado de trabajo, mientras que otros están adquiriendo una creciente relevancia en los últimos años, como los vinculados al mercado de la vivienda, a los flujos migratorios, y al cambio climático y la transición ecológica.

Además, en un contexto de crecientes presiones por el lado del gasto, cumplir con el nuevo marco fiscal europeo exigirá un riguroso ejercicio de planificación, con una perspectiva de medio plazo, para reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas y, al mismo tiempo, mejorar en su composición, de forma que los ingresos y gastos públicos tengan una contribución más favorable al crecimiento económico.

En este contexto económico, nuestro sector bancario también ha experimentado una evolución positiva. Así el resultado neto consolidado creció un 21% en 2024 con un RoE del 14,1%. La mejora de la rentabilidad se ha producido tanto en los negocios en España como en el extranjero. Este incremento se debe a la fortaleza del margen de intereses, que, pese a los descensos en los tipos de interés de referencia, aumentó un 9% con respecto al año anterior. A ello ha contribuido también el aumento del crédito, que tras varios años reduciéndose, aumentó moderadamente en 2024 (0,8%). El crédito empresarial creció impulsado por las grandes empresas, mientras que el crédito a hogares lo hizo tanto por la cartera de consumo como la de vivienda.

Las comisiones y el resultado de operaciones financieras contribuyeron también a este incremento de la rentabilidad.

Tanto la fortaleza del empleo como los buenos resultados empresariales del año favoreció unas menores pérdidas por deterioro en relación con el margen de explotación. Tenemos que recordar que la ratio de morosidad se encuentra en niveles históricamente bajos. También los créditos clasificados en vigilancia especial evolucionaron a la baja de manera significativa.²

Todos estos factores hacen que la rentabilidad de la banca española venga superando de forma sostenida en el tiempo a la de los principales países de la UE.

¿Y dónde ha ido parte de este resultado?

Por una parte, a la distribución de beneficios, mediante dividendos y compras netas de acciones propias, que ha aumentado en 2024. El peso del beneficio distribuido al accionista sobre los activos ponderados por riesgo (APR) ha aumentado en 2024 hasta el 1,1 %, el

² 15,6% en tasa interanual

valor más alto de los últimos años, lo que aumentaría el atractivo del sector bancario para los inversores.

Por otra parte, a fortalecer la solvencia. A cierre del 2024, la ratio de CET1 del sistema bancario español se situó en el 13,5 %, lo que representa un aumento de 30 pb respecto al año anterior. El incremento de la ratio se debió a la expansión interanual del 6 % del capital CET1, que compensó la contribución negativa por el aumento de los APR, cuya variación interanual fue del 3,6 %. La expansión de los APR en el último año se explica principalmente por un crecimiento del total de activos y, en menor medida, por el aumento en su perfil de riesgo (mayor densidad de APR).

También la ratio de apalancamiento del sistema bancario español aumentó levemente en 2024 hasta el 5,7%.

La ratio de CET1 del sistema bancario español se mantuvo por debajo de la observada para el resto de los principales sectores bancarios europeos, aunque la brecha se redujo levemente.

Por último, las entidades españolas mantuvieron niveles holgados de sus ratios de liquidez y de financiación estable, muy por encima del mínimo regulatorio y también de la media de las principales entidades bancarias europeas.

Como vemos, el sistema bancario español se encuentra en una situación sólida.

Del mismo modo que debemos reflexionar sobre si las dinámicas que han impulsado el crecimiento económico español en los últimos años son coyunturales o estructurales y realizar las transformaciones necesarias para afrontar las debilidades estructurales de nuestra economía, también debemos hacer una reflexión sobre si el marco en el que opera nuestro sistema financiero es el más adecuado.

En este sentido, mantener unos requisitos de capital rigurosos dentro de un marco regulatorio y supervisor sólido es compatible con una simplificación de dicho marco que permita mejorar su claridad y predictibilidad. La implementación de Basilea III debe ser compatible con que se aborde en la Unión Europea una revisión del marco regulatorio y supervisor con el objetivo de dotarlo de una mayor simplicidad, claridad y predictibilidad, sin reducir el nivel de resiliencia del sector bancario. Este proceso de simplificación debe ser holístico, considerando los distintos niveles del marco regulatorio y supervisor (por ejemplo, estándares regulatorios y guías) y sus diferentes ámbitos (microprudencial, macroprudencial y resolución).

Todo ello redundaría en unas condiciones óptimas para que nuestras entidades sean sólidas a la vez que más eficientes impulsando las transformaciones necesarias que nuestra economía necesita, tanto desde el punto de vista de la sostenibilidad como de la competitividad. Estos dos elementos, que están interconectados serán objeto de debate en el día de hoy.

Muchas gracias.