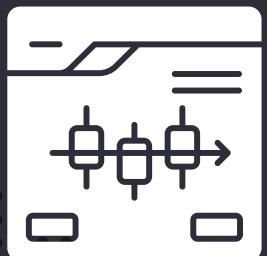


# RealTime Macro

Febrero de 2025



El RealTimeTracker prevé un crecimiento del PIB del 0,7% el primer trimestre del año y, preliminarmente, un crecimiento anual de entre el 2,2% y 2,6% en 2025.

- El RealTimeTracker, nuestro modelo de seguimiento y pronóstico en tiempo real, estima que el crecimiento trimestral del PIB se situaría en un **+0,7%** en el 1T25, moderándose muy levemente frente a los últimos trimestres.
- Ese avance del **+0,7%** está empujado por la **revisión de la contabilidad nacional y los indicadores recientes de inversión**. Han restado los indicadores laborales (afiliaciones), de demanda (consumo minorista) y de oferta (actividad industrial y de la mayoría de ramas de servicios).
- El efecto arrastre por el dinamismo económico de la economía española en 2024 y el posible avance que se registre en la primera parte del ejercicio prácticamente garantizan un crecimiento del PIB del 2,2% en 2025, que está en la parte baja de nuestro pronóstico actual (2'2%-2'6%).

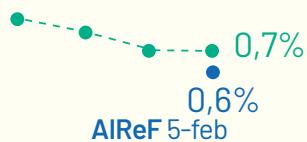
# Pronóstico trimestral

El RealTimeTracker, nuestro modelo de seguimiento y pronóstico en tiempo real, estima que el **crecimiento trimestral del PIB se situaría en el 1T25 en un +0,7%**. Este avance supondría una leve desaceleración frente al crecimiento registrado en los trimestres previos (1,0% en el 1T24, 0,9% en el 2T y 0,8% en el 3T y 4T), pero supera en una décima otros pronósticos recientes, como los del Panel de Funcas (+0,6%, del 20-ene) o AIReF (+0,6%, del 7-feb). En tasa interanual la economía española seguiría expandiéndose a tasas algo superiores al 3%, en sintonía con los tres trimestres precedentes [ver notas metodológicas del RTT y el cuadro de seguimiento de la economía española al final del documento].

El avance del +0,7% estimado supondría la continuación de la tendencia positiva de **crecimiento de la economía española por 18º trimestre consecutivo**, tendencia que se inició en el 3T20 luego de la relajación de las medidas más severas para contener los efectos de la COVID-19 y que se ha mantenido desde entonces de forma ininterrumpida.

Con todo, los factores de crecimiento y el entorno macrofinanciero circundante sugerirían que **la actividad tendería a suavizarse paulatinamente a lo largo del ejercicio**, sin alcanzar las cotas de dinamismo y resistencia exhibidas en 2024. Aún con información escasa e incompleta, el RealTimeTracker apuntaría a crecimientos más moderados en el 2T25 en el entorno del 0,4% trimestral, tasa que sirve como punto de partida pero aún sujeta a una elevada incertidumbre, con probable actualización a medida que el modelo matemático recoja más indicadores.

Fig 1. Evolución de la estimación de **crecimiento** intertrimestral PIB del 1T25 según nuestro **RealTimeTracker**. 7-feb.



## ↑ Expansión del PIB

1-ene-25

31-mar-25

# Determinantes de la evolución

El avance del 0,7% trimestral que pronostica actualmente el RealTimeTracker ha venido descendiendo paulatina y levemente desde un 0,8% que marcó la lectura a mediados de enero.

Este descenso se debe a distintos componentes que nutren el modelo RTT:

- La evolución del mercado de trabajo, con un leve enfriamiento de las afiliaciones correspondientes a ene-25;
- Por el lado de la demanda, influyó negativamente la evolución del consumo, según el índice de consumo minorista (ICM) correspondiente a dic-24; y
- Por el lado de la oferta, el comportamiento de las ramas industriales, según el índice de producción industrial (IPI) correspondiente a dic-24, y de casi todas las ramas de servicios, que han drenado fuerza a la proyección trimestral de acuerdo con los índices de cifras de negocio, correspondientes a nov-24. Esto ha sucedido de forma similar en actividades profesionales, TIC, hostelería, transporte y almacenamiento y otros servicios y sólo la actividad comercial contribuyó positivamente.

No obstante, existen algunos componentes que han tenido un impacto positivo en el crecimiento trimestral estimado por el RTT, especialmente vale la pena destacar

- La inversión (en bienes de equipo y construcción); y
- La revisión de la serie de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) publicada por el INE a finales de enero.

Fig 2. Contribución ● neutra, ↑ positiva o ↓ negativa a nuestro pronóstico del PIB en tiempo real de los indicadores.

	Pronóstico del PIB en tiempo real de los indicadores		
	22-ENE	5-FEB	7-FEB
Mercado de trabajo	●	↓	●
Otros servicios	↓	●	●
Revisiones	↓	↓↓	↑↑
Comercio y consumo	↑	↓	●
Inversión	●	↑↑	●
Industria y construcción	●	↑	↓↓

# Evolución del pronóstico anual

La horquilla de crecimiento en este 2025 estaría actualmente **entre el +2,2% y el +2,6% según el RealTimeTracker**, con sesgos al alza y una aportación posiblemente total de la demanda doméstica.

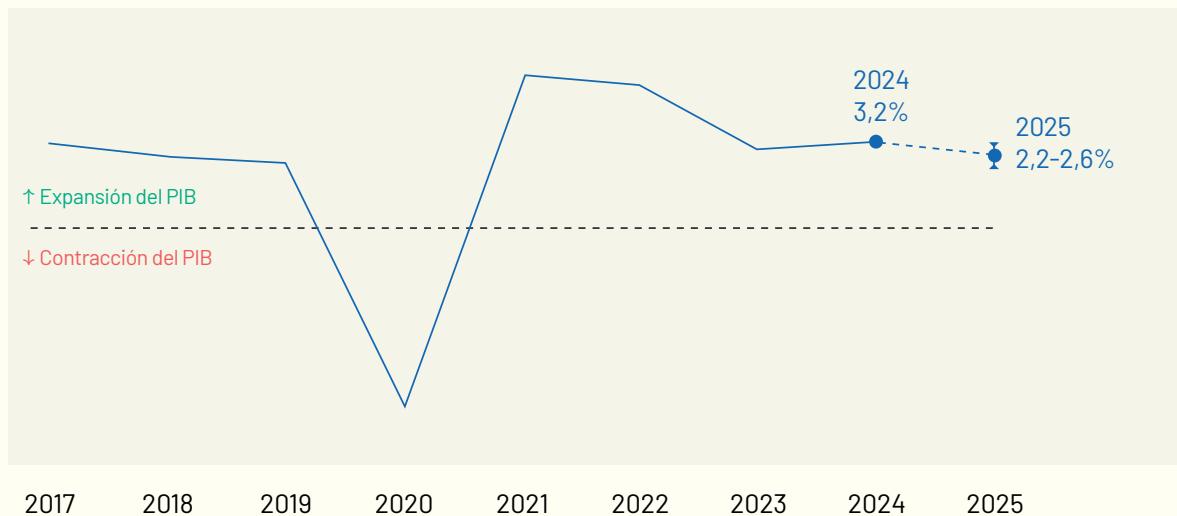
El dinámico crecimiento de la economía consignado en 2024 (+3,2%, alrededor de un punto superior a lo pronosticado a inicios del ejercicio) ha generado un efecto arrastre del crecimiento del 1,2% en 2025. Esta es el avance que se registraría este año si el crecimiento fuera nulo trimestre a trimestre.

El pronóstico actual del RTT (+0,7% trimestral de avance en el 1T25 y +0,4% en el 2T) **garantizan un crecimiento por encima del 2% aún si la economía se estancara** durante el segundo semestre. Cualquier incremento registrado en el 3T y el 4T añadiría décimas adicionales al avance anual del PIB.

Todo ello anticipa una situación favorable para la economía en 2025, que se suma a la inercia acumulada en los últimos años. **Con un avance del 2,5% el PIB español se expandiría un 9,0% acumulado frente al pico previo** a la pandemia global (4T19). Ello supera, si utilizamos las últimas proyecciones del FMI para 2025, el avance acumulado para la eurozona (+5,3%) y sus principales economías: Italia (+6,3%), Francia (+4,6%) y Alemania (0,3%).

Sin embargo, los numerosos interrogantes (mayormente externos) de tipo macro-financiero, comercial y geopolítico apuntan a **un ejercicio inestable y especialmente incierto**, con un cuadro de riesgos al alza que podría acabar lastrando la actividad de nuestros socios comerciales o la robustez del empleo y de la demanda doméstica o las positivas expectativas de inversión empresarial en España.

Fig 3. **Estimación de crecimiento del PIB interanual según el RealTimeTracker**  
· y evolución real desde 2017.



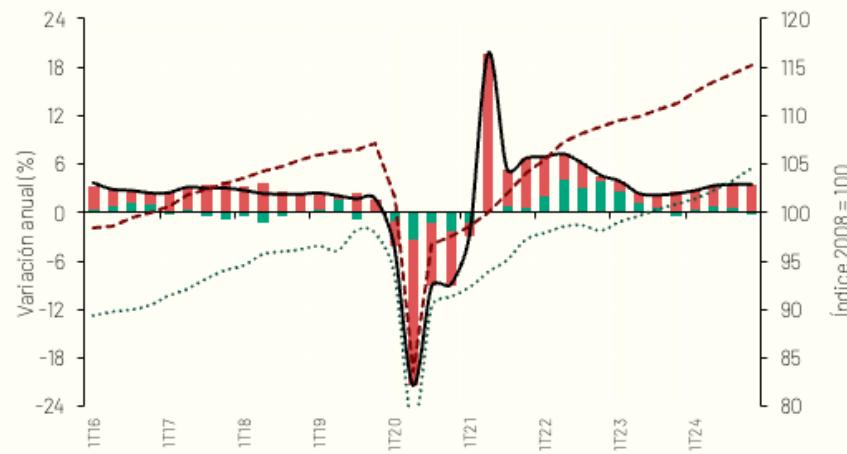
## Zona de consulta · Seguimiento de indicadores clave

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	→ Var. interanual	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24
<b>Contabilidad Nacional - variaciones</b>													
PIB	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>	<b>-11,2</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>2,5</b>		<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>
Demanda interna <sup>(1)</sup>	3,1	2,9	1,6	-9,0	7,2	2,9	1,7		2,7	2,3	2,5	2,8	3,5
Demanda externa <sup>(1)</sup>	-0,1	-0,6	0,4	-2,2	-0,8	2,8	0,8		-0,4	0,4	0,8	0,7	0,0
Gasto en consumo final	2,6	1,8	1,3	-8,3	6,1	3,3	2,3		3,5	3,1	3,0	3,5	4,0
Privado <sup>(2)</sup>	3,0	1,7	1,1	-12,3	7,0	4,7	1,8		3,0	2,2	2,5	3,0	3,7
Público	1,0	2,3	1,9	3,6	3,4	-0,2	3,8		5,1	5,4	4,1	5,1	4,9
Formación Bruta de Capital Fijo	6,8	6,3	4,5	-9,0	2,8	2,4	0,8		4,7	1,8	2,3	1,4	3,6
Construcción	6,8	9,5	7,2	-9,2	0,4	2,5	2,4		3,9	1,8	2,6	2,9	3,0
Maquinaria y bienes de equipo	9,2	4,6	2,4	-11,9	3,9	1,2	-1,3		6,4	0,6	2,8	0,2	6,1
Exportaciones	5,5	1,7	2,2	-20,1	13,5	15,2	2,3		0,7	1,7	2,6	4,6	3,0
Importaciones	6,8	3,9	1,3	-15,0	14,9	7,0	0,3		2,3	0,7	0,7	3,2	3,4
PIB nominal	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>-9,9</b>	<b>9,4</b>	<b>11,2</b>	<b>9,1</b>		<b>7,4</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>6,9</b>	<b>5,9</b>
Nivel en MM€ <sup>(3)</sup>	1.170	1.212	1.254	1.129	1.235	1.374	1.498		1.498	1.520	1.545	1.571	1.593
Remuneración de asalariados	4,0	4,3	6,4	-4,1	7,5	8,6	9,1		9,1	8,4	7,7	7,2	7,6
Excedente bruto de explotación	4,3	2,6	0,9	-13,9	8,4	16,1	9,2		2,7	3,6	6,3	6,1	1,5
Impuestos netos	4,6	5,2	0,9	-19,8	24,2	4,3	8,4		24,3	4,9	2,7	8,4	17,8
Coste Laboral Unitario	0,7	1,8	4,1	7,7	1,2	1,9	6,1		6,5	5,1	3,8	3,1	3,7
Productividad por ocupado	0,1	0,9	-1,1	-4,2	-0,5	2,0	-0,5		-1,4	-0,4	1,1	1,4	1,2
<b>Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas - niveles y variaciones</b>									4T23	1T24	2T24	3T24	4T24
Índice de sentimiento económico - nivel <sup>(1)</sup>	109,2	108,0	104,7	89,9	105,1	101,3	100,7		100,3	102,4	102,7	105,6	101,7
PMI manufacturas - nivel <sup>(2)</sup>	54,8	53,3	49,1	47,5	57,0	51,0	48,0		45,9	50,7	52,8	51,5	53,6
PMI servicios - nivel <sup>(2)</sup>	57,4	54,8	53,9	40,3	55,0	52,5	53,6		51,2	54,3	56,6	55,2	55,1
Índice de Producción industrial - variación <sup>(3)</sup>	2,8	0,8	0,4	-9,5	8,1	2,0	-1,4		-1,2	-0,5	0,2	0,5	1,3
Bienes de consumo <sup>(3)</sup>	0,7	-0,3	1,3	-7,3	8,0	3,5	-1,8		-2,0	1,6	2,2	1,0	1,9
Bienes intermedios <sup>(3)</sup>	4,9	1,7	-1,1	-7,8	9,8	-3,0	-3,7		-1,6	0,2	0,3	1,3	1,3
Cifra de negocios en industria - variación <sup>(3)(4)</sup>	7,9	4,6	0,0	-11,9	16,2	21,2	-0,9		-2,5	-0,8	0,2	-0,3	-1,0
Índice de actividad en servicios - variación <sup>(3)(4)</sup>	6,5	6,0	3,9	-15,5	21,4	18,8	2,4		0,6	1,6	3,2	2,9	3,0
Ventas reales minoristas - variación <sup>(3)(5)</sup>	1,1	0,7	2,3	-6,7	4,4	2,2	2,5		2,8	1,1	0,5	2,6	2,8
Matriculaciones de turismos - variación <sup>(3)</sup>	7,9	7,8	-5,5	-32,0	3,3	-6,1	14,0		9,0	9,4	5,9	0,6	6,6
Entrada de turistas - variación <sup>(13)</sup>	8,7	1,1	0,8	-77,3	64,7	129,8	18,9		18,5	17,7	10,8	7,8	7,4
Pernoctaciones totales - variación <sup>(13)</sup>	2,8	-0,2	0,9	-73,1	87,4	85,4	8,2		8,1	12,6	4,8	2,5	3,9
Afiliados a la Seguridad Social - variación <sup>(3)</sup>	3,6	3,1	2,6	-2,0	2,5	3,9	2,7		2,7	2,6	2,4	2,3	2,4
Paro registrado - variación <sup>(3)</sup>	-9,3	-6,5	-3,9	18,0	-4,2	-16,8	-6,6		-5,0	-4,8	-4,7	-5,1	-5,5
Salario medio - variación <sup>(6)</sup>	-0,1	0,7	0,9	0,3	1,0	3,7	4,0		3,6	3,8	3,9	4,1	3,8
Tasa de desempleo - nivel	17,2	15,3	14,1	15,5	14,8	13,0	12,2		11,8	12,3	11,3	11,2	10,6
Exportaciones reales de bienes - variación <sup>(7)</sup>	8,2	-0,1	1,1	-9,3	11,6	3,9	-5,1		-6,6	-8,4	2,1	2,1	-2,0
Importaciones reales de bienes - variación <sup>(7)</sup>	0,6	3,0	0,7	-0,7	8,6	18,3	4,0		-4,4	-5,3	0,3	1,0	6,0
Términos de intercambio <sup>(8)</sup>	-4,0	-1,5	0,7	2,6	-3,3	-6,3	6,0		4,8	1,2	0,6	1,4	6,0
<b>Saldo comercial real - nivel en MM€<sup>(7)(9)</sup></b>	<b>-58,8</b>	<b>-63,9</b>	<b>-64,5</b>	<b>-46,8</b>	<b>-51,9</b>	<b>-68,8</b>	<b>-64</b>		<b>-64</b>	<b>-66,5</b>	<b>-64,9</b>	<b>-64,1</b>	<b>-70</b>
Variación en %	-5,0	-5,3	-5,1	-4,1	-4,2	-5,0	-4,3		-6,9	6,5	5,9	2,7	8,8
Capacidad / necesidad financiera - % PIB <sup>(9)(10)</sup>	3,0 %	2,4 %	2,5 %	1,2 %	1,6 %	1,3 %	3,7 %		3,7 %	3,7 %	4,0 %	4,2 %	4,1 %
Saldo de la cuenta corriente - % PIB <sup>(9)</sup>	2,8 %	1,9 %	2,1 %	0,8 %	0,8 %	0,4 %	2,7 %		2,7 %	2,7 %	2,9 %	3,2 %	3,1 %
Nivel en MM€	32,7	22,8	26,7	8,9	9,5	4,8	39,8		39,8	41,2	45,4	49,6	49382
Saldo de bienes y servicios no turísticos	-4.560	-13.555	-8.932	8.485	-6.308	-36.278	-745		82	-1.126	1.067	2.235	819
Deuda externa neta - % PIB	-84,9 %	-78,6 %	-72,3 %	-84,2 %	-70,2 %	-58,8 %	-51,5 %		-51,7 %	-49,5 %	-46,7 %	-48,9 %	-
Saldo fiscal de las AAPP - % PIB <sup>(11)(12)</sup>	-2,9 %	-2,4 %	-2,9 %	-9,7 %	-6,5 %	-4,5 %	-3,5 %		-3,5 %	-3,7 %	-3,3 %	-3,2 %	-
Deuda pública bruta - % PIB <sup>(11)(12)</sup>	98,6 %	97,6 %	97,7 %	119,3 %	115,7 %	109,5 %	105,1 %		105,1 %	106,3 %	105,3 %	104,4 %	101,8 %
<b>Variables monetarias y financieras - niveles y variaciones</b>									4T23	1T24	2T24	3T24	4T24
Inflación general - variación	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,1</b>	<b>8,4</b>	<b>3,6</b>		<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>2,2</b>	<b>2,4</b>
Diferencial España-UEM	0,5	0,0	-0,4	-0,6	0,5	0,0	-2,0		0,6	0,8	1,1	0,2	0,1
Inflación subyacente <sup>(1)</sup>	1,1	1,0	0,5	0,9	0,8	5,1	6,1		4,5	3,5	3,0	2,6	2,5
Deflactor del PIB	1,3	1,2	1,4	1,1	2,5	4,7	6,2		4,9	3,2	3,2	3,3	2,3
Precio de la vivienda - variación	6,2	6,7	5,1	2,1	3,7	7,4	4,0		4,2	6,3	7,8	8,1	-
<b>Tipo de interés oficial - %<sup>(2)</sup></b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>2,50</b>	<b>4,50</b>		<b>4,00</b>	<b>4,00</b>	<b>3,75</b>	<b>3,50</b>	<b>3,00</b>
Posición Vs. Eurosystema - M€ <sup>(2)(3)</sup>	374	403	376	491	502	473	3						

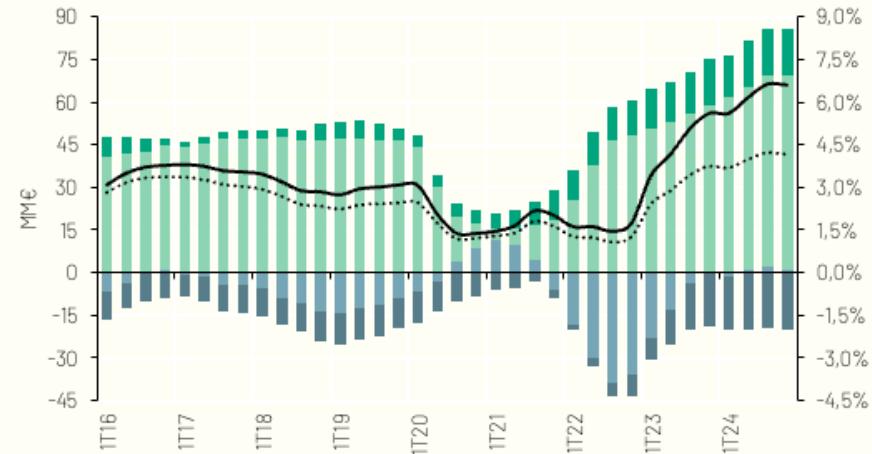
## Zona de consulta · Evolución de tendencias fundamentales

- Crecimiento PIB -- evol. indexada a 2T08 = 100
- %↑ demanda interna ... evol. indexada a 2T08 = 100
- %↑ demanda externa

- Saldo de la balanza de pagos: cuenta de capital · turismo · b/s no turísticos · renta primaria y secundaria
- capacidades vs de financiación -- en % PIB



Fuente: INE (CNTR). Índices de volumen encadenado corregidos (cvec). (a) Contrib. al crec. interanual.



Fuente: BdE. Series acum. 12m. Cap/ncp neta de financ., aproximada por saldo de balanza de pagos.

- Mercado de trabajo:** tasa de paro – %↑ de activos – %↑ de ocupados -- %↑ población en edad de trabajar



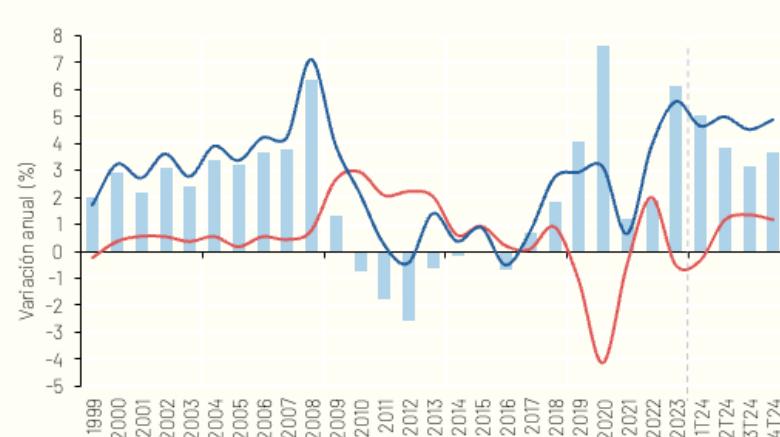
Fuente: INE (EPA). Series suavizadas.

- Precios:** energía · alimentos sin elaborar · IPC subyacente – IPC total -- deflactor del PIB



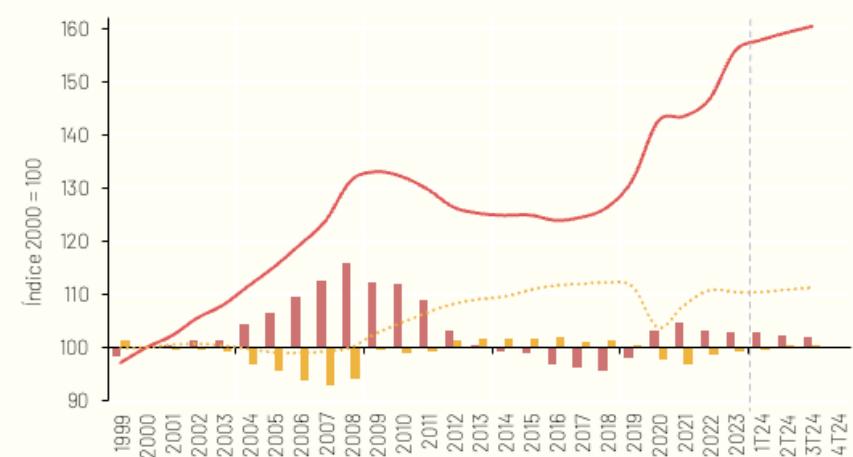
Fuente: INE. IPC subyacente = alimentos elaborados + bienes industriales sin energía (BINE) + servicios. Contribuciones del último trimestre pueden no coincidir con el IPC total si no se dispone de la desagregación.

- Competitividad:** coste laboral unitario – remuneración por asalariado – productividad por ocupado



Fuente: INE (CNTR). La serie de ocupados es la de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

- Competitividad:** – tipo de cambio efectivo real ■ brecha acum. – coste laboral unitario ■ brecha – productividad real ■ brecha



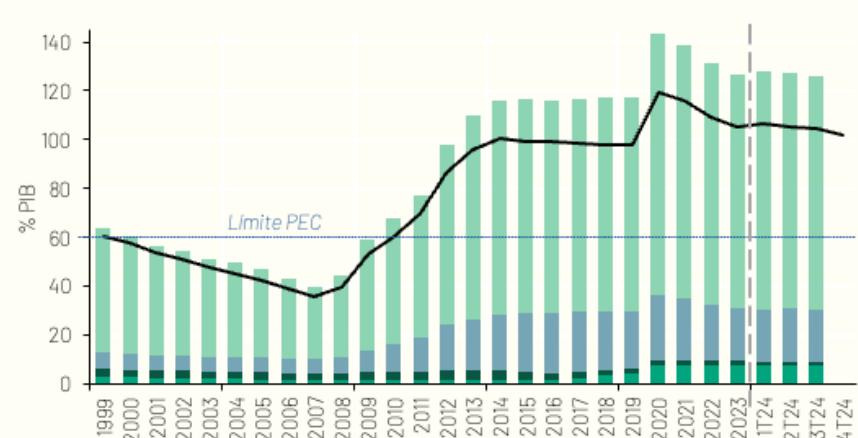
Fuente: Eurostat y BCE. Series brutas en promedio móvil de cuatro trimestres. TCER ajustado por IPC.

- Saldo fiscal:** seguridad social · admón. central · CCAAs · entidades locales · apoyo financiero ... total AAPP – sin apoyo financiero



Fuente: IGAE, serie acumulada a 4 trimestres. Sin apoyos al sector financiero, que ascendieron a 2.059 mill. (2008-11). 46.693 (2012) y 25.473 (2013-22). Del '08 al '22 totalizan 74.225 millones.

- Deuda pública bruta:** seguridad social · admón. central · CCAAs · entidades locales – total AAPP



Fuente: Banco de España. Series PDE (salvo Total Pasivos Financieros). La serie Total AAPP no es igual a la suma de sus partes, al consolidarse la parte en manos de los distintos sub-sectores.

## FUENTES Y NOTAS METODOLÓGICAS

### Qué es y como funciona el RealTimeTracker

El RealTimeTracker de EsadeEcPol comprende más de 20 indicadores sobre los que hace una predicción informada por su evolución pasada y la paralela de otros indicadores, corregidos por estacionalidad y otros efectos de calendario. Sobre esto aplica un modelo dinámico factorial que arroja un pronóstico agregado sobre el PIB trimestral y otro sobre el anual actualizado en tiempo real. Al pronóstico le asigna además un grado de confianza. Cuando alguno de los indicadores se actualiza con el dato final, el modelo agregado también actualiza su pronóstico sobre el PIB del presente trimestre y de los siguientes, así como la probabilidad de crecimiento o contracción. Con ello, el RealTimeTracker informa al mismo tiempo de qué va a pasar con la economía española, qué grado de certeza tenemos, y cuáles son los componentes empujando hacia arriba o hacia abajo nuestra estimación. Por la propia naturaleza del modelo, hay que tomar siempre las estimaciones como una foto fija de un objeto en movimiento, provisional en tanto que está condicionada por el momento en que se toma y los indicadores disponibles.

### ZONA DE CONSULTA

#### Contabilidad nacional

Fuente: INE (CNTR, referencia 2015). Índices de volumen encadenado (cvec). (\*) Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Contribución (en p.p.). (2) Sólo hogares. (3) Acumulado a cuatro trimestres.

#### Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas

Fuente: INE, Mineco, BE, CE, Markit, IGAE y Anfac. En tasa interanual salvo indicación. Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone del dato del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles. El dato anual para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Media histórica = 100; para la confianza del consumidor, saldo +/- de respuestas transformado a base 100.

(2) Nivel > 50 indica expansión de la actividad y < 50 contracción.  
(3) Serie corregida de variación estacional y calendario (cvec).  
(4) En términos corrientes (nominales). (5) Con estaciones de servicio y a precios constantes. (6) Serie nominal de grandes empresas (a población constante y cvec). (7) Deflactadas con los Índices de Valor Unitario (IVU) correspondientes. (8) Variación interanual de precios de exportación menos de importación (IVU). (9) Datos acum. a 12m (el dato trimestral y el del año en curso corresponden al del último mes con datos). (10) Series del BE: la Cap. (+) / Nec. (-) financiera de la nación se aproxima por el saldo de Balanza de Pagos (Cuenta Corriente + Cuenta Capital). (11) Según PDE. (12) Acumulado a 4T sin apoyos al sector financiero. (13) Por el confinamiento ante la pandemia de la COVID-19 no se registraron pernoctaciones en abr-20 ni entradas de turistas en abr-20 y may-20, por lo que se representa como #N/D.

#### Variables monetarias y financieras

Fuente: INE, IGAE, BE, Eurostat, BCE y Reuters. (\*) En tasa interanual salvo indicación. Para las series mensuales del último trimestre, si no hay información del trimestre completo, se calculan con la media de los meses disponibles. Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible hasta el momento frente al mismo periodo del año previo. (1) Excluye energía y alimentos no elaborados. (2) Fin de periodo. (3) Un signo positivo en el Target implica una posición deudora del BE frente al Eurosistema. (4) TCER para España (<100=depreciación acumulada frente a 1T08; >100=apreciación acumulada frente al 1T08); (5) TCER para España (<0=depreciación interanual; >0=apreciación interanual). (6) stock de AAPP, empresas y familias. (7) Sociedades no financieras: préstamos y créditos + valores distintos de acciones + préstamos exteriores. (8) Hogares e ISFLSH: financiación a la vivienda y resto. (9) Créditos "dudosos" / stock de crédito total concedido a sectores residentes.

#### Evoluciones fundamentales

Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.