IM03

INFORME MENSUAL
NÚMERO 487 | MARZO 2024

ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS
Riesgos en el sector inmobiliario comercial de EE. UU.

ECONOMÍA INTERNACIONAL
La última milla de la inflación en EE. UU.

ECONOMÍA ESPAÑOLA
El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: de la desaceleración a la expansión

Fondos Next Generation EU: ¿cómo ha ido el tercer año de fondos europeos?

La balanza por cuenta corriente española en perspectiva europea

DOSSIER: NUEVAS PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA GLOBAL Y ESPAÑOLA

Nuevo escenario económico para la economía internacional

Nuevo escenario económico: la economía española encara 2024 con mejores perspectivas

InflaciON, inflaciOFF: perspectivas para 2024

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Marzo 2024

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista jefe
José Ramón Díez
Director de Economías y Mercados Internacionales
Oriol Aspachs
Director de Economía Española
Sandra Jódar
Directora de Planificación Estratégica
Adrià Morron Salmeron y Nuria Bustamante
Coordinadores del *Informe Mensual*
Javier Garcia-Arenas
Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)
www.bancobpi.pt /
http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:
5 de marzo de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Riesgos en el sector inmobiliario comercial de EE. UU.*
Isabela Lara White

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *La última milla de la inflación en EE. UU.*
Ricard Murillo Gili

18 ECONOMÍA ESPAÑOLA

20 *El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: de la desaceleración a la expansión*
Judit Montoriol Garriga

21 *Fondos Next Generation EU: ¿cómo ha ido el tercer año de fondos europeos?*
Javier Garcia-Arenas

24 *La balanza por cuenta corriente española en perspectiva europea*
Erik Solé Vives

27 ECONOMÍA PORTUGUESA

29 DOSSIER: NUEVAS PERSPECTIVAS PARA LA ECONOMÍA GLOBAL Y ESPAÑOLA

29 *Nuevo escenario económico para la economía internacional*
Rita Sánchez Soliva

32 *Nuevo escenario económico: la economía española encara 2024 con mejores perspectivas*
Oriol Carreras

35 *InflaciON, inflaciOFF: perspectivas para 2024*
Zoel Martín Vilató

Luces y sombras en una economía en transición

En los dos primeros meses del año continúan presentes las principales tendencias que marcaron el comportamiento de la economía internacional en la última parte de 2023: (i) crecimiento próximo al 3% con divergencias entre la solidez de EE. UU. y buena parte de países emergentes frente a la debilidad de China y, especialmente, la eurozona, (ii) estabilidad en los precios de la energía pese al desafiante escenario geopolítico que está alterando los flujos de tráfico marítimo entre Asia y Europa, (iii) continuidad del proceso desinflacionista a ambos lados del Atlántico con cierta resistencia a la baja en las rúbricas de servicios, (iv) fortaleza del consumo público y privado frente a una inversión que no termina de ganar tracción pese a contar con el apoyo de los programas fiscales expansivos (IRA, NGEU, etc.) y el repunte en los gastos en defensa, (v) debilidad de la industria con la excepción del sector tecnológico (especialmente el ligado a la IA), que contrasta con el positivo desempeño del sector servicios, (vi) solidez del mercado de trabajo escasamente afectado por el endurecimiento monetario y (vii) buen comportamiento de los mercados de renta variable (+6% el MSCI Global a cierre de febrero), que refleja la confianza de los inversores en los efectos positivos que tendrá el escenario de aterrizaje suave sobre los beneficios empresariales.

En esta etapa de continuidad a la espera del inicio del proceso de relajación monetaria, precisamente el único pequeño reajuste que se ha producido en las primeras semanas del año ha sido el cierre de la brecha entre las perspectivas de política monetaria de los mercados financieros y la opinión que han venido anticipando los bancos centrales en sus últimas proyecciones y comunicados. Ahora los inversores descuentan solo 100 p. b. de bajadas en 2024 (150 p. b. en diciembre) y retrasan el primer recorte al mes de junio (antes lo fechaban en marzo/abril), lo que ha provocado un movimiento de corrección en la parte larga de la curva de rentabilidades de la deuda pública de entre 20 y 60 p. b. Este cambio está ligado a la sensación de que la inflación entra en un terreno en el que los progresos adicionales van a ser más costosos, una vez que los efectos positivos de la distensión energética y de la desaparición de los cuellos de botella globales se van reduciendo, lo que conferirá un mayor protagonismo a los precios de los servicios. Y es ahí donde las autoridades monetarias necesitan algo más de seguridad (y confianza) sobre las dinámicas que seguirán estas rúbricas en los próximos meses, teniendo en cuenta que su evolución vendrá marcada por factores todavía sujetos a incertidumbre, como la evolución de los salarios o los costes relacionados con la vivienda. En todo caso, el escenario monetario descontado por los inversores sigue siendo netamente positivo para las perspectivas económicas en la segunda parte del año, pues probablemente vamos a ver bajadas interanuales en el euríbor a 12 meses desde el mes de abril.

Por tanto, continuando con la tónica de los últimos trimestres, se siguen observando más luces que sombras en la compleja transición que está realizando el ciclo de negocios, afectado por las disrupciones que sufre el lado de la oferta, tanto por la acumulación de perturbaciones negativas inesperadas (COVID, cuellos de botella, etc.), como por las primeras señales de cambios causados por la demografía, la transición energética, la innovación (IA) o la búsqueda de autonomía estratégica por parte de las grandes potencias. Todo ello mientras el lado de la demanda refleja alteraciones en las preferencias de los consumidores tras la pandemia o el extraordinario activismo asumido por la política monetaria y fiscal en los últimos años. Ese proceso de cambio continuo seguirá presidiendo el comportamiento de la economía a medio plazo, así que la normalización del comportamiento de la economía tras las tormentas de los últimos años parece más un deseo que una realidad. Ello implica una apreciable incertidumbre sobre el comportamiento en el futuro de variables como el crecimiento potencial o el tipo de interés neutral.

En este contexto, intentando buscar señales entre el exceso de ruido todavía presente en el escenario económico, hemos actualizado nuestras previsiones económicas y financieras, revisando ligeramente al alza la previsión de crecimiento mundial para 2024 (del 2,9% al 3%), gracias a la mejora de los pronósticos para las economías avanzadas (del 1,1% al 1,4%). En su mayor parte se explica por la mejora en las proyecciones para EE. UU. (2,2% *vs.* 0,8% anterior), pues mantenemos sin cambios la previsión para Europa (0,7% en 2024 y 1,7% en 2025), donde hemos revisado al alza la previsión de PIB para la economía española hasta el 1,9% este año (2,2% en 2025). En el ámbito de la inflación, prácticamente no hemos realizado ajustes en las previsiones para 2024 (5,2% mundo, 2,5% OCDE y 7,2% emergentes) y 2025 (3,2% mundo, 2% OCDE y 4,2% emergentes), cuando veremos la inflación cerca de los objetivos de los bancos centrales. Ello permitirá a la Fed y al BCE iniciar la fase de relajación monetaria en el mes de junio, en la que prevemos que se acumularán cuatro bajadas hasta un total de 100 p. b. a ambos lados del Atlántico en 2024. Con estos movimientos de los bancos centrales, el bono a 10 años alemán cerraría este año en el 2% (2,9% el bono español). Para 2025, anticipamos continuidad en el proceso de bajada de tipos de interés, con otros 100 p. b. en EE. UU. (75 p. b. en el caso de Europa).

José Ramón Díez
Marzo de 2024

Cronología

FEBRERO 2024

22 EE. UU. vuelve a la Luna después de más de 50 años con el aterrizaje de Odysseus, el primer módulo comercial en tocar la superficie lunar.

DICIEMBRE 2023

13 La COP28 (conferencia de las Naciones Unidas sobre el cambio climático) termina con el compromiso de transitar para dejar atrás los combustibles fósiles.
20 El Consejo Europeo aprueba la reforma de las reglas fiscales de la UE.

OCTUBRE 2023

7 Estalla un nuevo conflicto bélico entre Hamás e Israel.
20 Grecia recupera el grado de inversión después de que S&P eleve su *rating* soberano a BBB–.

ENERO 2024

11 La NASA confirma que 2023 fue el año más cálido desde que hay registros (1880).
19 Japón se convierte en el quinto país en aterrizar en la Luna.

NOVIEMBRE 2023

10 El programa Copernicus de la UE informa que el año 2023 ha registrado el periodo enero-octubre más caluroso a nivel mundial, con 1,43 ºC por encima del promedio de 1850-1900 y récords en los meses de junio, julio, agosto, septiembre y octubre.

SEPTIEMBRE 2023

14 El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 4,00% y el *refi* en el 4,50%.

Agenda

MARZO 2024

1 Portugal: *rating* S&P.
Eurozona: avance del IPC (febrero).
4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
7 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
11 Portugal: comercio internacional (enero).
15 España: encuesta trimestral de coste laboral (4T).
España: *ratings* Moody's y S&P.
19-20 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
21-22 Consejo Europeo.
22 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (4T).
Portugal: *rating* Fitch.
25 Portugal: agregados de las AA. PP. (2023).
Portugal: desglose del PIB (4T).
26 España: avance del PIB (4T).
27 España: avance del IPC (marzo).
Eurozona: índice de sentimiento económico (marzo).
28 Portugal: cartera de créditos y depósitos (febrero).

ABRIL 2024

2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo).
Portugal: empleo y desempleo (febrero).
Portugal: producción industrial (febrero).
3 Eurozona: avance del IPC (marzo).
10 España: cuentas financieras (4T).
11 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
15 China: PIB (1T).
18 Portugal: balanza de pagos (febrero).
22 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (febrero).
25 EE. UU.: PIB (1T).
26 España: encuesta de población activa (1T).
29 España: avance del IPC (abril).
Eurozona: índice de sentimiento económico (abril).
30 España: avance del PIB (1T).
Portugal: avance del PIB (1T).
Portugal: avance del IPC (abril).
Eurozona: PIB (1T).
Eurozona: avance del IPC (abril).
30-1 Mayo: Comité de Mercado Abierto de la Fed.

La inversión es capital

La inversión vuelve a centrar todas las miradas. Cada vez es más evidente que el rápido cambio tecnológico y la emergencia de nuevos países con capacidad para competir a nivel global, especialmente China, dejarán fuera de juego a aquellas economías que no actualicen su tejido productivo. Además, ello se produce en un contexto de creciente desconfianza hacia las instituciones multilaterales y, en general, entre los distintos bloques económicos. Incluso la relación entre EE. UU. y Europa, que parecía inquebrantable hace unos años, está bajo sospecha. Las continuadas advertencias de Donald Trump de un aumento generalizado de los aranceles si gana las elecciones es un aviso a los navegantes.

Los anuncios de medidas de impulso a la capacidad productiva doméstica y de planes de reindustrialización se han ido sucediendo los últimos años en prácticamente todos los países, y se han acentuado después de la pandemia y de la crisis energética. En este contexto, la inversión es un termómetro clave para medir el impacto de las medidas anunciadas. La inversión es la variable de referencia para valorar qué países están ampliando y modernizando el *stock* de capital.

La evolución reciente de la inversión total en las principales economías desarrolladas es bastante pobre. En 2023, la inversión en capital fijo creció un 0,6% en EE. UU., en la eurozona avanzó un 0,9% y en España, un 0,6%. Estos registros contrastan con los anotados durante el último ciclo expansivo. Entre los años 2014 y 2019, en EE. UU. creció un 4,6% anual en promedio; en la eurozona, un 3,9%, y en España, un 4,8%.

Sin embargo, las cifras agregadas esconden matices importantes. En EE. UU., el crecimiento de la inversión total se ve penalizado por la fuerte caída de la inversión residencial, más afectada por el aumento de los tipos de interés, aunque en el tramo final del pasado año ya empezó a dar señales de recuperación. La inversión en construcción no residencial se está recuperando de forma dinámica y en 2023 creció un destacable 13,0%. Pero, sobre todo, destaca el dinamismo de la inversión en derechos de la propiedad intelectual, con un crecimiento en promedio los últimos tres años del 8,0%; en equipos informáticos y *software*, del 3,9%, y en investigación y desarrollo, del 5,2%. Así, en EE. UU. la inversión privada no residencial ya se sitúa más de un 10% por encima de los niveles previos a la pandemia.

En la eurozona y en España, los matices también son importantes, aunque el mensaje no es tan positivo como en el caso de la economía estadounidense. Como en EE. UU., la inversión en vivienda también registra caídas destacables en muchos países de la eurozona y eso penaliza la visión agregada. En sentido opuesto, destaca la inversión en equipo de transporte, que está creciendo con fuerza y en 2023 avanzó un 14,3% en el conjunto de la eurozona (con datos hasta el 3T) y un 6,7% en España, aunque todavía se mantiene lejos de los niveles previos a la pandemia. La inversión en maquinaria también presenta un ritmo de avance notable en el conjunto de la eurozona y se sitúa un 3,0% por encima de los niveles previos a la pandemia. En este ámbito, los registros de la economía española todavía son débiles. El pasado año anotó un descenso del 1,8% y se sitúa un 8,7% por debajo de los niveles prepandemia. En cambio, en España destaca la evolución de la inversión en derechos de la propiedad intelectual que, si bien se mantuvo plana en 2023, fue muy dinámica los años anteriores y se encuentra un 8,4% por encima de los niveles previos a la pandemia.

La recuperación de la inversión debería afianzarse en los próximos años. La relajación de las condiciones financieras, que ya se ha empezado a producir y que es de esperar que se consolide a partir de la segunda mitad del año cuando la Fed y el BCE hayan comenzado a bajar los tipos de interés, podría actuar como un importante catalizador. Un elemento de apoyo adicional que podría añadirse a lo largo del año es la recuperación de la industria, un sector especialmente intensivo en inversión. Algunos indicadores empiezan a sugerir que el sector puede haber tocado fondo y podría empezar a recuperarse si finalmente se da por cerrada la crisis energética. Destaca el repunte de la producción industrial, especialmente en lo referente a bienes de capital, y también los índices de actividad del sector. En este sentido, la contención de la guerra en Ucrania y del conflicto entre Israel y Hamás es clave para que la incipiente recuperación se afiance.

En el caso de la economía española, es de esperar que la ejecución de los fondos europeos NGEU vaya ejerciendo una mayor tracción sobre la inversión privada. Como se detalla en el Focus «Fondos Next Generation EU: ¿cómo ha ido el tercer año de fondos europeos?», en este mismo *Informe Mensual*, la ejecución va ganando velocidad de forma paulatina tras un despegue inicial algo titubeante. En 2023, estimamos que se ejecutaron (fondos adjudicados y justificados) algo más de 16.000 millones de euros. Se trata de un montante inferior al previsto en un inicio. De todas formas, si los próximos años se mantiene un ritmo de ejecución similar, sumado a los 24.000 millones de euros que estimamos que ya se ejecutaron entre 2021 y 2022, se debería poder implementar el conjunto de medidas previstas en el programa dentro del plazo previsto, que finaliza en 2026. A todo ello, se le sumará la próxima ejecución de los préstamos solicitados para ampliar el programa con la adenda ya aprobada el año pasado. En este sentido, tan importante es el ritmo de ejecución que se ha alcanzado como que los programas puestos en marcha logren transformar e impulsar la economía española de forma duradera. Para conseguirlo, una buena evolución de la inversión es capital.

Oriol Aspachs

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,50	3,50
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,85
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,40	3,00
Deuda pública 2 años	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	3,40	2,80
Deuda pública 10 años	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,50	3,10
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	–0,50	1,77	4,00	3,00	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,50	2,75
€STR	–	–0,55	–0,58	1,57	3,90	2,93	2,30
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	–0,60	1,72	3,86	2,83	2,33
Euríbor 3 meses	3,24	0,57	–0,58	2,06	3,94	2,74	2,36
Euríbor 6 meses	3,29	0,70	–0,55	2,56	3,93	2,76	2,40
Euríbor 12 meses	3,40	0,86	–0,50	3,02	3,68	2,78	2,45
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,27	–0,69	2,37	2,55	1,90	2,00
Deuda pública 10 años	4,30	1,38	–0,31	2,13	2,11	2,00	2,20
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,53	–0,45	2,66	2,77	2,32	2,42
Deuda pública 5 años	3,91	2,01	–0,25	2,73	2,75	2,46	2,57
Deuda pública 10 años	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	3,00
Prima de riesgo	11	158	73	105	98	90	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,05	–0,64	2,45	2,33	2,54	2,66
Deuda pública 5 años	3,96	3,63	–0,35	2,53	2,42	2,61	2,75
Deuda pública 10 años	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	3,00
Prima de riesgo	19	297	65	97	63	80	80
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,83	0,87
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	158,00	146,00
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	78,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	69,2	63,9

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	2,9	6,3	3,5	3,0	3,0	3,2
Países desarrollados	*2,7*	*1,0*	*5,6*	*2,6*	*1,6*	*1,4*	*1,7*
Estados Unidos	2,7	1,5	5,8	1,9	2,5	2,2	1,6
Eurozona	2,2	0,3	5,9	3,4	0,5	0,7	1,7
Alemania	1,6	0,8	3,1	1,9	–0,1	0,2	1,3
Francia	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	0,6	1,4
Italia	1,5	–1,0	8,3	4,1	1,0	0,6	1,6
Portugal	1,5	–0,2	5,7	6,8	2,3	1,6	2,3
España	3,7	–0,3	6,4	5,8	2,5	1,9	2,2
Japón	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	0,0	0,6
Países emergentes y en desarrollo	*6,5*	*4,4*	*6,9*	*4,1*	*4,0*	*4,0*	*4,2*
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
India	7,2	5,7	9,0	7,3	7,5	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	1,8	1,8
México	2,3	0,7	5,7	4,0	3,2	2,1	2,1
Rusia	–	1,0	5,9	–1,2	3,6	1,5	1,3
Turquía	5,5	4,3	11,4	5,5	4,5	2,6	3,5
Polonia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,1	2,6	3,2
INFLACIÓN							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,9	5,2	4,0
Países desarrollados	*2,1*	*1,5*	*3,1*	*7,3*	*4,6*	*2,5*	*2,0*
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,6	2,0
Eurozona	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,2	2,1
Alemania	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
Francia	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,4	2,0
Italia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,5	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
España	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Japón	–0,3	0,4	–0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,8	2,3
Países emergentes y en desarrollo	*6,7*	*5,5*	*5,9*	*9,8*	*8,5*	*7,2*	*5,4*
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,8	1,7
India	4,5	7,3	5,1	6,7	5,7	5,0	4,5
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,8	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,5	4,5	3,9
Rusia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	5,4	4,5
Turquía	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polonia	3,2	2,0	5,2	13,2	10,8	4,2	3,1

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,6	–0,9	7,2	4,8	1,7	2,4	2,3
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,3	3,4	–0,2	3,8	2,9	1,6
Formación bruta de capital fijo	5,6	–2,0	2,8	2,4	0,6	0,3	3,1
Bienes de equipo	4,9	–0,8	4,4	1,9	–1,8	–0,2	3,8
Construcción	5,7	–3,4	0,4	2,6	2,2	–0,2	2,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1
Exportación de bienes y servicios	4,7	1,1	13,5	15,2	2,4	0,2	2,1
Importación de bienes y servicios	7,0	–1,0	14,9	7,0	0,3	1,2	2,3
Producto interior bruto	**3,7**	**–0,3**	**6,4**	**5,8**	**2,5**	**1,9**	**2,2**
Otras variables							
Empleo	3,2	–0,9	7,1	3,7	3,2	2,4	1,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,8	12,9	12,1	11,8	11,4
Índice de precios de consumo	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Costes laborales unitarios	3,0	1,2	1,0	0,9	5,9	4,4	2,5
Saldo op. corrientes (% PIB)	–5,9	–0,2	0,8	0,6	2,5	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–5,2	0,2	1,9	1,5	3,5	3,3	3,5
Saldo público (% PIB) [1]	0,3	–6,8	–6,8	–4,7	–4,1	–3,4	–2,9

Nota: *1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.*

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	–0,1	4,7	5,6	1,6	0,9	1,7
Consumo de las AA. PP.	2,3	–0,2	4,5	1,4	1,2	1,8	1,0
Formación bruta de capital fijo	–0,4	–0,8	8,1	3,0	2,4	3,4	5,2
Bienes de equipo	3,2	2,0	15,3	5,5	–	–	–
Construcción	–1,5	–2,3	7,4	1,3	–	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,4	6,0	4,7	1,2	1,8	2,2
Exportación de bienes y servicios	5,3	2,2	12,3	17,4	4,2	2,8	5,4
Importación de bienes y servicios	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	3,2	5,3
Producto interior bruto	**1,5**	**–0,2**	**5,7**	**6,8**	**2,3**	**1,6**	**2,3**
Otras variables							
Empleo	0,4	–0,6	2,2	2,2	2,0	1,1	1,4
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,0	6,7	6,2	6,5	6,7	6,5
Índice de precios de consumo	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,3	2,0
Saldo op. corrientes (% PIB)	–9,2	–2,7	–0,8	–1,4	1,2	1,2	1,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–7,7	–1,5	1,0	–0,4	2,3	2,6	3,0
Saldo público (% PIB)	–4,6	–5,1	–2,9	–0,3	0,7	0,4	0,6

Previsiones

Los mercados se ajustan a la «paciencia»

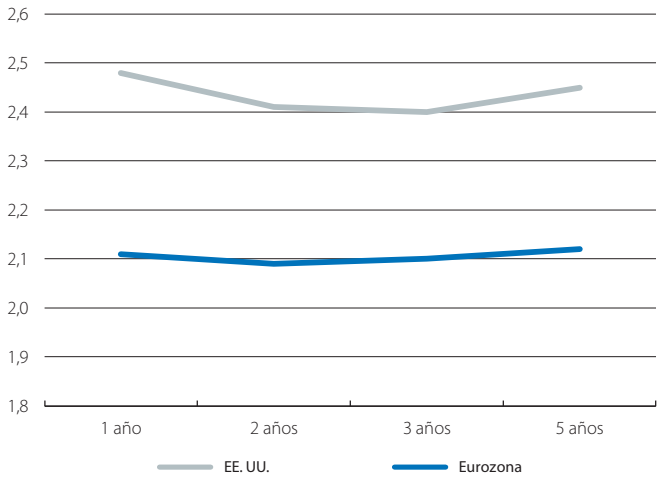
Los inversores posponen las expectativas de recortes de tipos. La resistencia a la baja de la inflación subyacente en las principales economías llevó a que, a medida que avanzaba el mes de febrero, los inversores revisaran sus expectativas de política monetaria y reorganizaran sus proyecciones sobre el calendario de las bajadas de tipos de interés. Así, y ante la insistencia de los mensajes por parte de los responsables de la Fed y el BCE, apuntando a que la batalla contra la inflación todavía no ha finalizado y que la última fase será más difícil de abordar, los mercados financieros comenzaron a suavizar las agresivas expectativas sobre el ritmo de las rebajas de tipos que habían cotizado a principios de año, especialmente en EE. UU. A pesar de esta circunstancia, y entre los bruscos movimientos de las rentabilidades de la deuda soberana, los activos de riesgo siguieron mostrando buen comportamiento, como en el caso de la renta variable, donde la resiliencia de los beneficios empresariales aupó a varios de los principales índices bursátiles a máximos históricos.

Los bancos centrales se aferran a la cautela. Los datos de precios al consumo y de costes industriales de febrero confirmaron las sospechas de los inversores más precavidos sobre que el ritmo de desaceleración de los precios se había reducido notablemente respecto a los meses anteriores, a ambos lados del Atlántico. En ambos casos, el aumento de las presiones sobre los precios vinculadas a la energía y las trabas comerciales (derivadas de las turbulencias en el mar Rojo), la recuperación de los salarios ante el poder adquisitivo perdido y la resistencia del ciclo económico estadounidense provocaron que los inversores elevaran sus perspectivas sobre la inflación a corto plazo (los *swaps* de inflación a 1 año, en ambas economías, subieron cerca de 40 p. b.) y las situaran moderadamente por encima del 2% durante los próximos años. En paralelo y como resultado de este incremento de los precios esperados, en los mercados financieros también se comenzó a revisar el calendario de las rebajas de tipos de interés previstas para la Fed y el BCE y la magnitud de estas. A este respecto, contribuyeron la cantidad de declaraciones de unos y otros miembros de ambos bancos centrales.

Desde la Fed, existe la preocupación unánime sobre el riesgo de bajar los tipos demasiado pronto dados los sólidos datos de empleo e inflación, como quedó recogido en las actas de la última reunión del FOMC. Los mensajes del banco central muestran una inclinación por un enfoque cuidadoso, basado en la observación de los próximos datos de inflación, del mercado laboral y el consumo de los hogares, y un ajuste de los tipos de interés más lento que el *timing* anticipado por el mercado. De esta manera, los inversores aplazaron las expectativas sobre la primera rebaja de los tipos en EE. UU., desde marzo/mayo a junio, y apuntando a un descenso de 100 p. b. en el conjunto de 2024. En la eurozona, aunque la coyuntura actual de la región es más débil, los miembros del BCE también se mostraron muy cautos ante el riesgo de precipitarse a la hora de bajar los tipos de interés, y apuntaron a la necesidad de

Swaps *de inflación a distintos vencimientos*

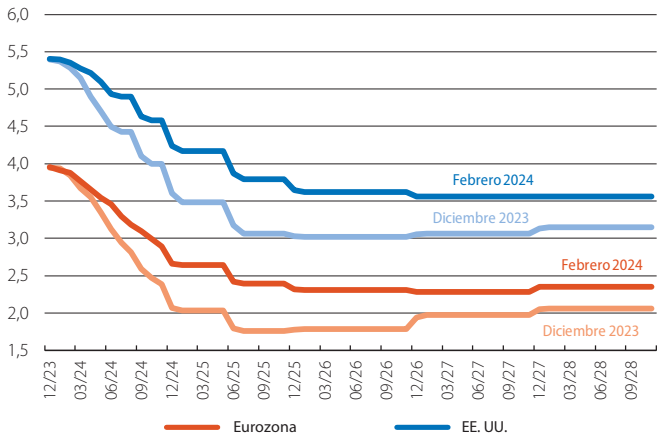
(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Expectativas sobre los tipos de interés de referencia de la Fed y el BCE

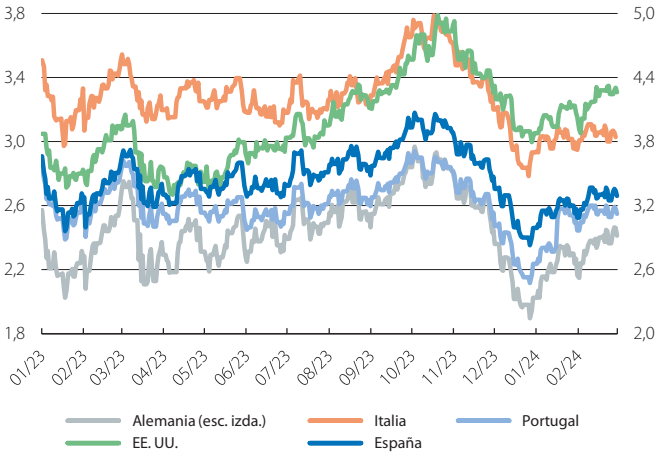
(%)



Nota: Forwards *sobre el EFFR y el tipo OIS de la eurozona a partir de curvas de interés de mercado.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años

(%) *(%)*



Nota: *EE. UU., España, Italia y Portugal, escala derecha.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

seguir observando la trayectoria de la inflación, en la que aspectos como las negociaciones salariales, los márgenes y la productividad podrían influir. Así, y del mismo modo que en EE. UU., los mercados también retrasaron su expectativa para el primer descenso de los tipos del BCE a junio, esperando un total de recortes de 100 p. b. en el acumulado de 2024.

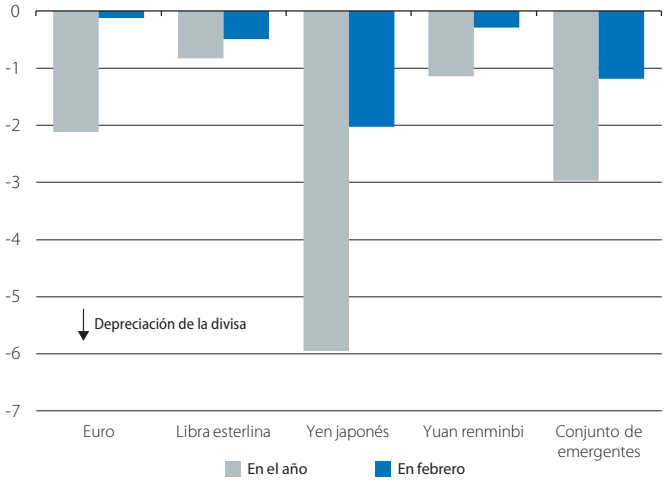
Las curvas de tipos soberanos se desplazan al alza. El aplazamiento de las expectativas sobre los tipos de interés, en EE. UU. y en la eurozona, tuvo su principal repercusión en los mercados de renta fija y, en concreto, en las curvas soberanas. La publicación de un dato de inflación en EE. UU. menos benévolo de lo esperado provocó un fuerte repunte de la rentabilidad de los *treasuries* a lo largo de toda la curva, que se desplazó al alza y se mantuvo durante el resto del mes alimentada por los mensajes de paciencia de los miembros de la Fed. El tipo de interés del bono a 2 años, que recoge bien las expectativas de los *fed funds*, ascendió a niveles no vistos desde el «pivote» de la Fed de diciembre y concluyó el mes sobre el 4,6% (+41 p. b.). Esta circunstancia fue monetizada por el tipo de cambio del dólar, que siguió apreciándose frente al resto de las principales divisas. Mientras, la rentabilidad del *treasury* a 10 años volvió a superar la barrera del 4% y llegó a sobrepasar el 4,3%. En la eurozona, el movimiento de las curvas soberanas fue muy similar al de EE. UU., inducido por la reticencia del BCE a reducir los tipos. Así, el bono alemán a 2 años acumuló un ascenso cercano a los 50 p. b. en el mes, mientras que, en los tramos más largos, el mejor comportamiento de la deuda de las economías periféricas favoreció el estrechamiento de las primas de riesgo.

La renta variable se mantiene inmune al retraso de la rebaja de los tipos. En febrero, y a pesar del futuro del escenario monetario, los inversores mantuvieron el apetito por la renta variable atraídos, principalmente, por el balance positivo de los resultados empresariales en el 4T 2023. Las empresas tecnológicas y de IA fueron las que mayor respaldo aportaron a los principales índices bursátiles, que, en el caso del S&P 500, el Dax alemán y el CAC francés, alcanzaron nuevos máximos históricos. Por su parte, la implementación de medidas en los mercados de acciones para recuperar la confianza de los inversores y el despliegue de ayudas al sector inmobiliario en China favorecieron las ganancias en los principales índices del país.

Los precios de las materias primas siguen contenidos. En este contexto, la fortaleza del dólar y el temor al enfriamiento de la demanda ayudaron a contener los precios de las principales *commodities*, a excepción del barril de crudo Brent. El alivio del déficit de la oferta de crudo suscitado por el aumento de la producción de países externos a la OPEP, especialmente EE. UU., fue casi neutralizado en los mercados por el aumento de las tensiones en el mar Rojo, aspecto por el cual el precio del barril se mantuvo durante gran parte del mes cotizando en torno a los 83 dólares. En la otra cara de la moneda, el gas natural europeo (TTF holandés) cedió hasta los 25 euros/MWh en un contexto de elevada oferta de gas natural licuado y saneadas reservas gasísticas, en medio de unas condiciones meteorológicas más suaves de lo habitual en el continente.

Divisas frente al dólar

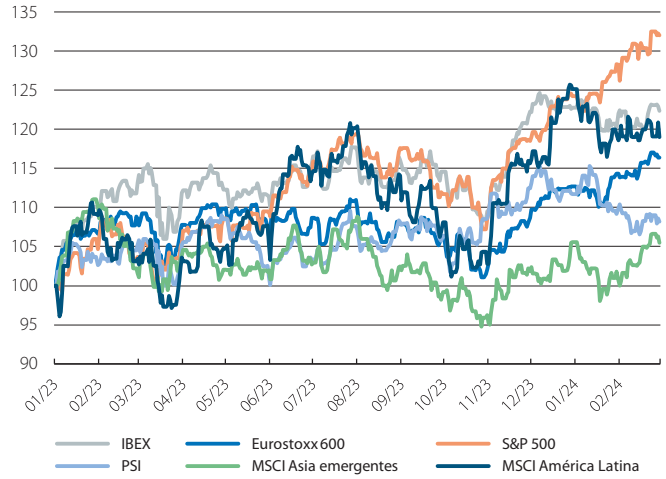
(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Bolsas internacionales

Índice (100 = enero 2023)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Materias primas: precios

	Medida	Precio	Variación (%)			
			Último mes	En el año	2022	2023
Commodities	Índice	96,1	–2,7	–2,6	13,8	–12,6
Energía	Índice	30,9	–3,9	0,6	33,5	–25,6
Brent	$/barril	82,8	–0,9	7,5	10,5	–10,3
Gas natural (Europa)	€/MWh	25,5	–9,4	–21,3	8,5	–57,6
Metales preciosos	Índice	215,4	–0,5	–3,7	–1,9	4,1
Oro	$/onza	2.027,2	–0,3	–1,7	–0,3	13,1
Metales industriales	Índice	136,0	–2,7	–4,6	–4,4	–13,7
Aluminio	$/Tm	2.191,5	–3,6	–8,1	–15,3	0,3
Cobre	$/Tm	8.474,0	–0,8	–1,0	–13,9	2,2
Agricultura	Índice	58,5	–4,1	–6,3	13,2	–9,3
Trigo	$/bushel	582,5	–3,0	–7,2	2,8	–20,7

Nota: *Datos a 28 de febrero de 2024.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Riesgos en el sector inmobiliario comercial de EE. UU.

A finales de enero, la cotización en bolsa del New York Community Bancorp (NYCB), un banco especializado en el sector inmobiliario de oficinas y residencias multifamiliares del área metropolitana de Nueva York, cayó un 38% en tan solo un día, tras reportar pérdidas y aumentar provisiones. ¿Es un nuevo indicio de los riesgos latentes en el sector inmobiliario comercial de EE. UU.?

¿Qué sucedió?[1]

En pocos meses, el NYCB pasó de ser una institución pequeña especializada a convertirse en un banco con más de 100.000 millones de dólares en activos tras la adquisición de Flagstar Bank, un banco basado en el Estado de Michigan, y de Signature Bank, uno de los bancos fallidos tras las turbulencias de marzo de 2023. Tras estos cambios, a finales del pasado enero el banco anunció un recorte del dividendo del 70% para aumentar la liquidez y, además, un notable incremento de las provisiones (en más de un 700%) para protegerse ante el riesgo de pérdidas potenciales en su cartera de préstamos. Si bien ambas decisiones se presentaron como medidas para adaptarse a los requisitos regulatorios, se produjeron en un entorno de debilidad del sector inmobiliario comercial de EE. UU. y se anunciaron en combinación con un resultado de pérdidas y ganancias del banco en negativo en el conjunto del 4T 2023 (además del reconocimiento de dificultades en dos préstamos de importante tamaño, uno relacionado con edificios de oficinas y otro con viviendas multifamiliares). Los mercados financieros penalizaron fuertemente estos anuncios, el precio de las acciones de NYCB se desplomó y, desde entonces, acumula un descenso superior al 50%. Además, el episodio tuvo cierto contagio, con descensos acumulados de las cotizaciones bursátiles del resto de los bancos regionales de un 10%, en un movimiento de aversión al riesgo ante el temor de que los problemas del sector inmobiliario comercial de EE. UU. puedan empezar a generar dificultades a las entidades más expuestas. En cambio, los grandes bancos, con una exposición mucho menor, apenas se contagiaron del nerviosismo.

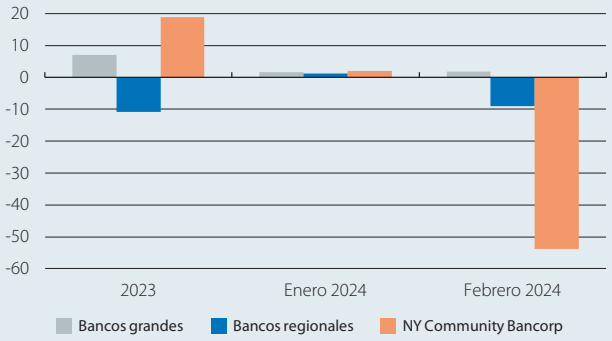
No todo el sector es igual y no todos los riesgos son iguales

El sector inmobiliario comercial es diverso e incluye a diferentes segmentos con sus características y riesgos propios, con lo cual no todos ellos están necesariamente en una situación problemática. Por un lado, el segmento minorista (que incluye desde tiendas hasta floristerías, cafés y cualquier establecimiento donde se produzcan ventas al por menor) se ha visto beneficiado por la fortaleza del consumo en la economía estadounidense, así como el segmento industrial (almacenes y centros de distribución principalmente) se ha visto potenciado por el fuerte crecimiento del *e-commerce* tras la pandemia.

La situación de los segmentos de viviendas multifamiliares y oficinas es distinta. El primero ha visto un ascenso reciente en las tasas de desocupación. Además, algunas ciudades como Nueva York, Los Ángeles y San Francisco han implementado controles de precios que limitan el aumento de los alquileres en ciertas zonas de las ciudades. Pero, en general, el sector no parece sufrir de un problema estructural, pues la falta de oferta de viviendas en EE. UU., junto con los altos tipos de interés (que enfrían la demanda de hipotecas y, por lo tanto, de compra de vivienda), se presentan como soportes de medio plazo.

EE. UU.: desempeño bursátil de índices bancarios

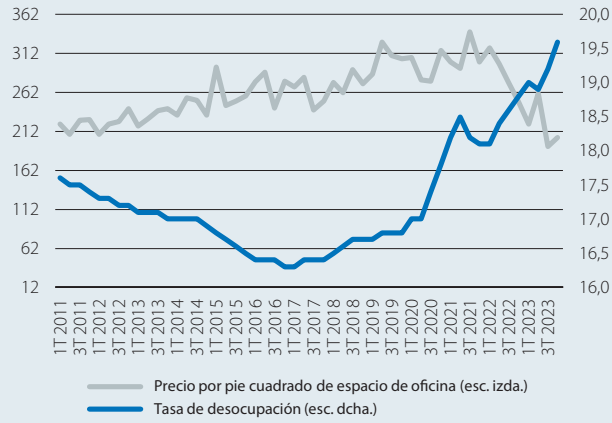
Variación en el periodo (%)



Notas: *Bancos grandes capturados por el índice S&P 500 Banks, bancos regionales capturados por el índice S&P 500 Regional Banks. Enero se considera hasta el 29/01/2024, día anterior al reporte del NYCB, y febrero se considera desde el 30/01/2024 al 29/02/2024.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

EE. UU.: estadísticas sobre espacios de oficinas

(Dólar/pie cuadrado) *(%)*



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del Real Capital Analytics.*

1. Este artículo se cerró el 29 de febrero. Desde entonces, y hasta el cierre de este *Informe Mensual*, NYCB ha sufrido un cambio de liderazgo tras encontrar debilidades en los controles internos de préstamos, ha revisado al alza las pérdidas y ha recibido una inyección de capital de 1.000 millones de dólares. La pérdida acumulada en la cotización de sus acciones era de un 65% al cierre de este informe.

Por el contrario, el segmento de oficinas sí atraviesa una coyuntura difícil, y lo hace en medio de cambios estructurales, especialmente derivados de los hábitos adoptados después de la pandemia con los que el trabajo en remoto y/o híbrido han pasado a ser la nueva norma y suponen un lastre para la demanda de espacios de oficina. Las tasas de desocupación de oficinas se encuentran en máximos y se acercan ya al 20% en el conjunto del país. Además, la tasa de ocupación de nuevas construcciones está en mínimos: según datos de Bloomberg, de los 24,5 millones de pies cuadrados de construcción finalizada en el 2023 solamente se ocuparon 4,8 millones.[2] Así, la sobreoferta ha limitado los precios de alquiler y ha depreciado el valor de las propiedades. Tanto es así que los precios de las propiedades de oficinas han caído hasta un 40% desde el pico alcanzado en 2021.

A todo ello se le suma el riesgo de refinanciación. Un estudio publicado por el NBER[3] estima que, en el 44% de los préstamos de oficina, el valor de mercado de la propiedad es menor que el saldo de préstamo pendiente asociado a la propiedad. Y, en un contexto de elevados tipos de interés, se estima que en 2024 y 2025 vencen préstamos por valor de 150.000 millones y 300.000 millones de dólares, respectivamente, que deberán ser refinanciados.

No todos los bancos son iguales y no toda la exposición de la banca es igual

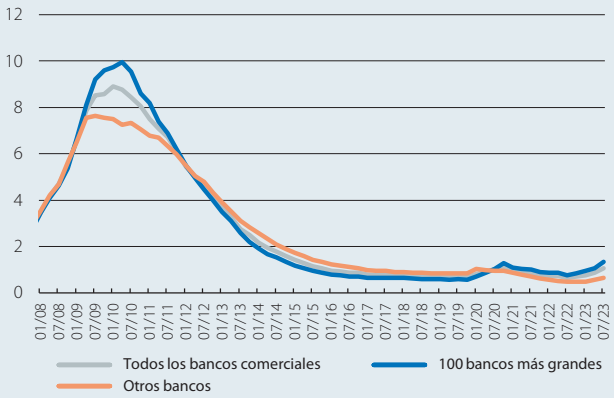
Según datos de la Fed, el mercado de préstamos al sector inmobiliario comercial es de 3,5 billones de dólares (a octubre de 2023), de los cuales 2,7 billones están en manos de los bancos comerciales. Esta cantidad representa, en agregado, un 25% de la cartera total de préstamos de los bancos estadounidenses y un 13% de sus activos. Sin embargo, las proporciones varían y la exposición al sector inmobiliario comercial es principalmente relevante en la banca regional: para los 25 más grandes, que tienen el 30% de los préstamos inmobiliarios comerciales en manos de la banca comercial, este sector representa solamente el 13% de su cartera de préstamos, y específicamente el de oficinas, un 3%, mientras que para el resto de los bancos pequeños regionales, que tienen el restante 70% de los préstamos al sector, es un 44%.

Más allá del tamaño de la exposición de la banca, otras cifras son más tranquilizadoras. Las tasas de morosidad se mantienen históricamente bajas por ahora. La mediana de la ratio LTV (*loan to value* o relación préstamo-valor) en bancos regionales a préstamos al sector inmobiliario comercial es del 58%, una cifra conservadora. En unas simulaciones realizadas recientemente por la Fed de

2. El equivalente en el sistema métrico corresponde a 2,2 millones de metros cuadrados construidos, de los cuales se ocuparon 445.000 metros cuadrados.
3. Véase Xuwewi *et. al.* (2023). «Monetary Tightening, Commercial Real Estate Distress and US Bank Fragility», NBER Working Paper Series, diciembre.

EE. UU.: tasas de morosidad de préstamos inmobiliarios comerciales

(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de St. Louis.*

St. Louis, estiman que, si toda la cartera de deuda inmobiliaria comercial perdiera el 10% de su valor, las entidades en situación de insolvencia solo representarían el 2% de activos de todo el sistema bancario americano. En este sentido, las palabras del presidente de la Fed, Jerome Powell, y la secretaria del Tesoro, Yanet Yellen, ofrecen un análisis balanceado de la situación: ambos han reconocido que la debilidad del sector inmobiliario comercial es un problema en el que algunas entidades pequeñas y regionales tienen una exposición relevante y probablemente haya pérdidas, pero es una fuente de riesgo que siguen desde hace tiempo y que consideran que es «manejable» y están «trabajando con ellos [bancos pequeños]». Y es que, en los próximos trimestres, y más allá del aire coyuntural que puedan dar las primeras bajadas de tipos de la Fed, es probable que persistan las dificultades estructurales del sector, especialmente en el segmento de oficinas, y se siga navegando en una coyuntura exigente.

Isabela Lara White

Tipos de interés (%)

	29-febrero	31-enero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	150,0
Euríbor 3 meses	3,94	3,91	3	2,8	115,4
Euríbor 12 meses	3,75	3,57	18	23,6	0,4
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,43	3,15	28	17,2	18,3
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,90	2,43	47	49,7	–30,3
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,41	2,17	25	38,7	–30,0
Deuda pública a 10 años (España)	3,29	3,09	20	29,6	–37,8
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,12	2,97	15	46,7	–45,4
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,50	5,50	0	0,0	75,0
SOFR 3 meses	5,33	5,32	2	0,2	42,8
Deuda pública a 1 año	5,00	4,71	29	23,6	–1,9
Deuda pública a 2 años	4,62	4,21	41	36,9	–25,8
Deuda pública a 10 años	4,25	3,91	34	37,1	25,8

Spreads *de deuda corporativa (p. b.)*

	29-febrero	31-enero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	60	–5	–3,2	–23,8
Itraxx Financiero Sénior	64	70	–6	–2,9	–23,8
Itraxx Financiero Subordinado	117	131	–14	–5,4	–36,8

Tipos de cambio

	29-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,081	1,082	–0,1	–2,1	1,3
EUR/JPY (yenes por euro)	162,060	158,950	2,0	4,1	11,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,856	0,853	0,4	–1,3	–3,5
USD/JPY (yenes por dólar)	149,980	146,920	2,1	6,3	10,1

Materias primas

	29-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	524,4	521,5	0,6	2,8	–5,0
Brent ($/barril)	83,6	81,7	2,3	8,5	–0,8
Oro ($/onza)	2.044,3	2.039,5	0,2	–0,9	11,3

Renta variable

	29-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	5.096,3	4.845,7	5,2	6,8	29,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.877,8	4.648,4	4,9	7,9	15,7
Ibex 35 (España)	10.001,3	10.077,7	–0,8	–1,0	7,3
PSI 20 (Portugal)	6.158,0	6.322,8	–2,6	–3,7	3,2
Nikkei 225 (Japón)	39.166,2	36.286,7	7,9	17,0	42,3
MSCI emergentes	1.020,9	975,8	4,6	–0,3	3,7

Se mantienen las tendencias en la economía internacional

Continuidad en el escenario internacional. Los últimos datos apuntan a que las dinámicas vividas a finales del pasado año se prolongan. Así, la economía estadounidense sigue haciendo gala de una notable capacidad de crecimiento, al tiempo que la eurozona sigue sin encontrar el impulso necesario para alejar definitivamente el fantasma de recesión. Por su parte, en China, los problemas del sector inmobiliario están obligando a instrumentar diferentes medidas para limitar su impacto sobre el crecimiento del conjunto de la economía.

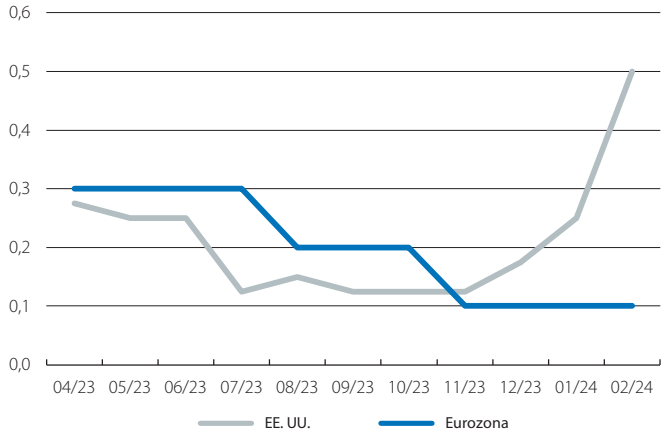
La eurozona comienza el año con unas perspectivas débiles. De hecho, los PMI de febrero confirman que la actividad sigue bastante apática (índice compuesto +1 punto, hasta los 48,9, por debajo del umbral de 50, que indica crecimiento), castigada por las dificultades de la industria y la falta de impulso del sector servicios. Además, el índice de sentimiento económico anotó en febrero su segunda caída consecutiva (–0,7 puntos, hasta los 95,4, lejos del 100, que señala crecimientos cercanos al promedio histórico), debido, principalmente, al deterioro del sector servicios. El comportamiento de estos indicadores sugiere que en los primeros compases de 2024 la eurozona sigue con la falta de impulso que la caracterizó en 2023 y todo apunta a que, de nuevo, la economía se estancaría en el 1T, y no puede descartarse todavía una caída de la actividad.

Alemania concentra las peores perspectivas y los mayores riesgos. El PIB de la mayor economía del área ya cerró 2023 cayendo (–0,3% intertrimestral en el 4T) y corre el riesgo de empezar también 2024 retrocediendo, como así advierte el Bundesbank. De hecho, en febrero, el PMI compuesto cayó hasta los 46,1 puntos, arrastrado por un sector manufacturero que lleva 20 meses consecutivos en terreno contractivo y un PMI de servicios que en febrero encadenó cinco meses por debajo de los 50 puntos. Además, los bajos niveles del Ifo en febrero (85,5, frente al valor de 100 compatible con crecimientos cercanos a su media de largo plazo) y una confianza del consumidor que sigue en mínimos apuntan a un 1T con pocas sorpresas positivas. Respecto a Francia e Italia, diversos indicadores de clima empresarial apuntan a que la situación es algo mejor que en Alemania, pero permanecen en febrero en valores compatibles con una actividad prácticamente estancada. En este contexto de flaqueza de la actividad económica, la inflación de la eurozona disminuyó de manera suave en febrero (general en el 2,6% y núcleo en el 3,1%).

EE. UU. comienza el año con paso firme. Las expectativas para la economía siguen siendo bastante positivas y no se ven alteradas por el mal comportamiento mostrado en enero por algunos indicadores. En este sentido, las caídas sufridas en enero por las ventas minoristas (–0,8% intermensual *vs.* +0,4% anterior) y la producción industrial (–0,1% *vs.* 0,0%) se explican, en buena parte, por unas condiciones meteorológicas bastante adversas. Asimismo, el fuerte descenso de los pedidos de bienes duraderos en enero (–6,1% *vs.* –0,3%) se debe al retroceso de los pedidos de bienes de transporte (los pedidos de aeronaves comerciales cayeron casi un 60%), mientras que los pedidos de bienes de capital no relacionados con defensa (*proxy* de la inversión en bienes de equipo) crecieron un 0,8%. Por tanto, este débil inicio de

*Global: previsiones de crecimiento del PIB en el 1T 2024 **

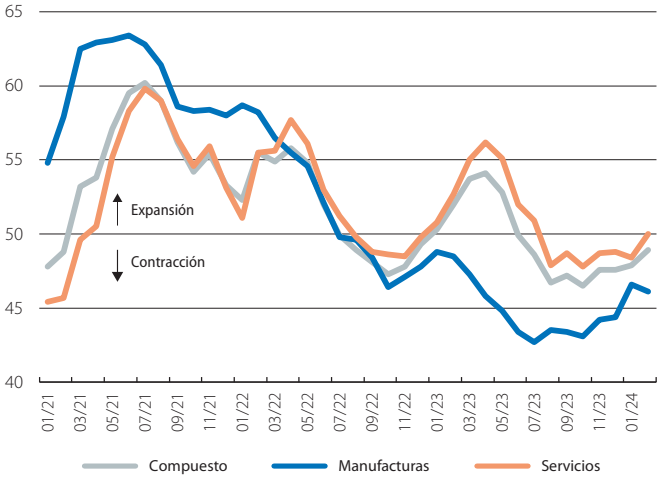
Variación intertrimestral (%)



Nota: ** Mediana del consenso de previsiones de Reuters.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Refinitiv.*

Eurozona: PMI

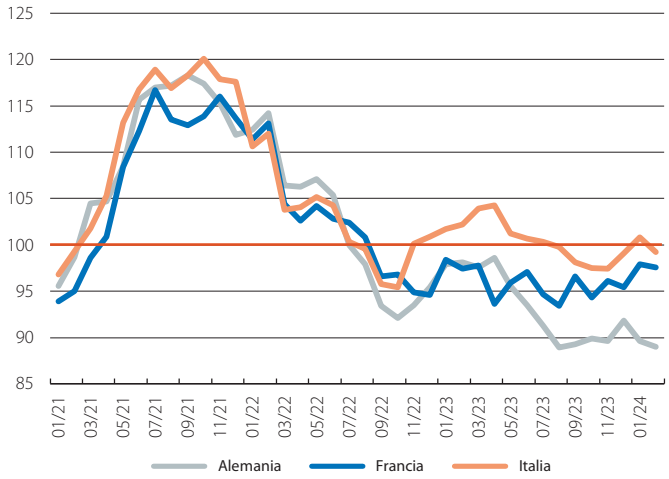
Índice



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del S&P Global PMI.*

Eurozona: sentimiento económico

Índice (100 = media desde 2000)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.*

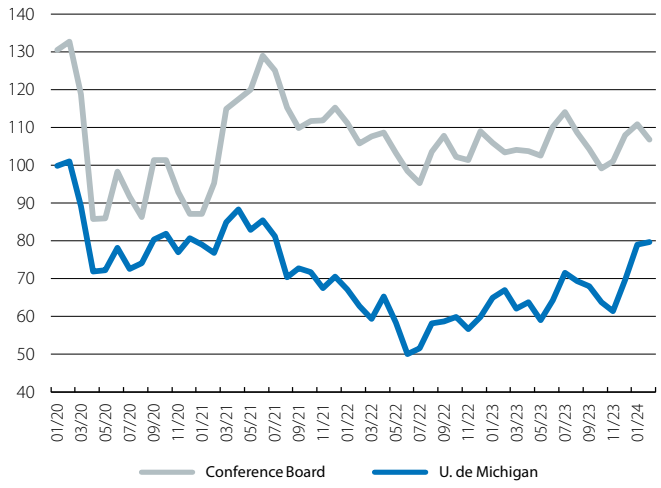
año no implica que nos encontremos al inicio de un cambio brusco de tendencia. De hecho, los PMI de febrero se situaron holgadamente por encima del umbral de 50 puntos, que apunta a crecimiento, tanto a nivel agregado (51,4) como en manufacturas (51,5) y de servicios (51,3). Respecto al gasto de las familias, el índice de confianza del consumidor de la Conference Board, pese a caer en febrero (106,7 *vs.* 110,9), muestra un promedio de enero-febrero claramente por encima del promedio del trimestre anterior. El dinamismo que todavía muestra el mercado de trabajo (en enero se crearon 353.000 empleos, con una tasa de paro que se mantuvo en el 3,6%) respalda que el gasto de las familias siga robusto a corto plazo.

El descenso de la inflación en EE. UU. está siendo muy gradual. Por otro lado, la situación del sector residencial por el lado de la demanda está mejorando tímidamente. Así, las ventas de viviendas de segunda mano aumentaron en enero un 3,1%, hasta los 4,0 millones de unidades en términos anualizados, y las ventas de vivienda nueva subieron en enero un 1,5%, hasta las 661.000 unidades anualizadas. Estos datos, en todo caso, son todavía un 25% y un 6,5% inferiores, respectivamente, a su media de largo plazo pre-COVID, lo que da una idea del margen de mejora existente a medida que los tipos de interés a 30 años (principal referencia que se aplica a las hipotecas) se vayan adecuando al escenario de tipos que se maneja para EE. UU. En este contexto de dinamismo económico, la inflación está cayendo, pero más lentamente que en los trimestres anteriores, debido a la resistencia a descender del componente de *shelter* (pesa más de un 35% del IPC general): en enero la inflación general cedió 0,3 p. p., hasta el 3,1%, y la núcleo se mantuvo sin cambios en el 3,9%. Las evidencias de fortaleza de la economía estadounidense, sumadas a la lenta corrección de la inflación, explican los fuertes movimientos de los mercados financieros en las últimas semanas y los ajustes de las expectativas del mercado sobre el momento en el que la Fed llevará a cabo su primer recorte de tipos en más de dos años (véase la coyuntura de Mercados).

El sector residencial chino es el gran lastre de su economía. La celebración del Año Nuevo Lunar (ANL) chino afecta a la publicación de los indicadores mensuales, limitando nuestra capacidad para analizar la economía china en este inicio de año. Entre los escasos indicadores disponibles, aquellos relacionados con el gasto interno durante las vacaciones del ANL, como ventas minoristas o gasto en restaurantes crecieron un robusto 8,5% interanual. Por otro lado, los problemas en el sector residencial persisten: las ventas de vivienda cayeron en enero un 35% interanual, aumentando aún más los ya elevados inventarios de viviendas y presionando a la baja sus precios, que en enero descendieron a un ritmo interanual del 1,2% (–0,9% anterior). Por su parte, el PMI compuesto oficial se mantuvo estable en los 50,9 puntos en febrero, solo marginalmente en zona expansiva. En este contexto, el Banco Popular de China sigue tomando medidas para estimular el crédito (el tipo de referencia de las hipotecas se ha reducido en 150 p. b. desde el año pasado) y aumentar la liquidez del sistema recortando el coeficiente de caja. Sin embargo, a los problemas del sector residencial se suma el impacto negativo que pueda tener sobre las decisiones de consumo e inversión el agravamiento de la situación de deflación de la economía: en enero, la variación interanual de los precios al consumo fue del –0,8% (–0,3% anterior) y la de los de producción, del –2,5% (–2,7% anterior).

EE.UU.: confianza del consumidor

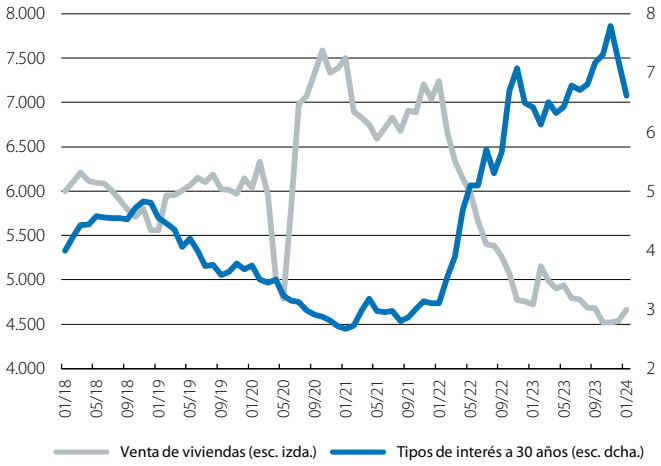
Índice



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Conference Board y la Universidad de Michigan.*

EE. UU.: venta de viviendas* y tipos de interés

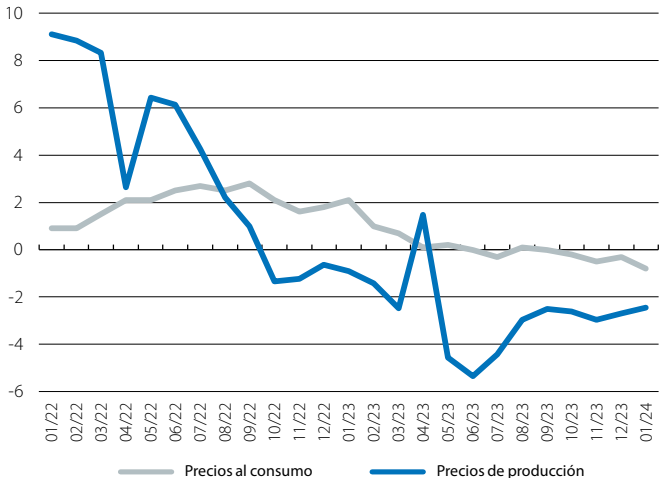
(Miles de unidades anualizadas) *(%)*



Nota: ** Viviendas nuevas y viviendas de segunda mano.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Census Bureau, del National Association of Realtors y del Freddie Mac.*

China: evolución de precios

Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china.*

La última milla de la inflación en EE. UU.

Entre las claves de nuestro nuevo escenario para las economías internacional y estadounidense, está la previsión de que los bancos centrales empezarán a recortar los tipos de interés a mediados de 2024. Sin embargo, esta relajación de la política monetaria está condicionada a que la inflación siga bajando hacia el 2%, un camino que no está exento de turbulencias, que no necesariamente será rápido y que se ha bautizado como «la última milla». Centrándonos en el caso estadounidense, ¿qué elementos ayudarán a alcanzar el 2%?

La inflación general de EE. UU. se situó en enero en el 3,1% (0,3 p. p. menos que en diciembre y 1,0 p. p. menos que en el promedio de 2023), mientras que la inflación núcleo, que excluye la energía y los alimentos, se mantuvo en el 3,9% (4,8% en 2023). Estas cifras son todavía algo más elevadas de lo que desearía la Reserva Federal, pero hay diversos indicadores y matices que apuntan a que las presiones inflacionistas se están moderando más de lo que este 3,1% indica.

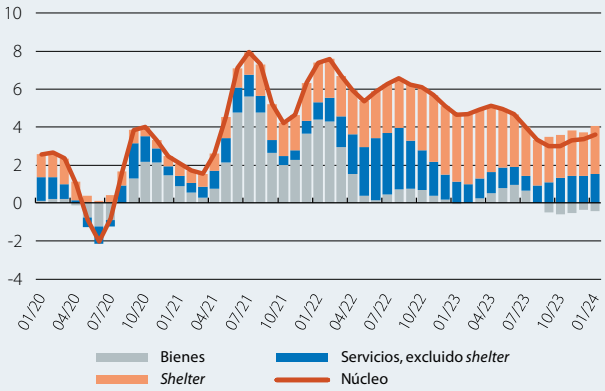
Para observar las presiones inflacionistas más inmediatas, es útil el llamado *momentum* de la inflación,[1] pues nos indica cuál sería la inflación interanual de mantenerse durante 12 meses las presiones inflacionistas de los últimos tres. Así, como se puede ver en el primer gráfico, el *momentum* de la inflación núcleo ha abandonado los niveles superiores al 5% y se situó, en enero, en el 3,6%. A primera vista, esta cifra es todavía elevada y apunta a una persistencia de la inflación indeseablemente alta. Sin embargo, el gráfico nos ayuda a identificar tres fases del proceso inflacionista y, a través de este análisis, podemos augurar unas buenas perspectivas para los siguientes meses.

En una primera fase del ciclo, entre mediados de 2021 y hasta principios de 2022, fueron los bienes los que empujaron la inflación al alza, fruto de los cuellos de botella en las cadenas de distribución globales y del aumento del precio de la energía y otras materias primas. Estas presiones inflacionistas, actualmente, no solo se han disipado, sino que los precios de los bienes están ejerciendo una presión deflacionista. En una segunda fase, en los trimestres centrales de 2022, la inflación estadounidense recibió un nuevo empuje a través de los servicios, reflejo, sobre todo, del dinamismo en el mercado laboral, del ahorro embalsado durante los meses anteriores y de cambios en los patrones de consumo tras la reapertura (véase el segundo gráfico). Desde principios de 2023, sin embargo, este elemento también ha dejado de ser una fuente de presiones inflacionistas preocupantes, con una contribución al *momentum* similar a la que tenía antes de la pandemia.

1. La variación anualizada del IPC desestacionalizado promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores.

EE. UU.: momentum *de la inflación núcleo y sus contribuyentes*

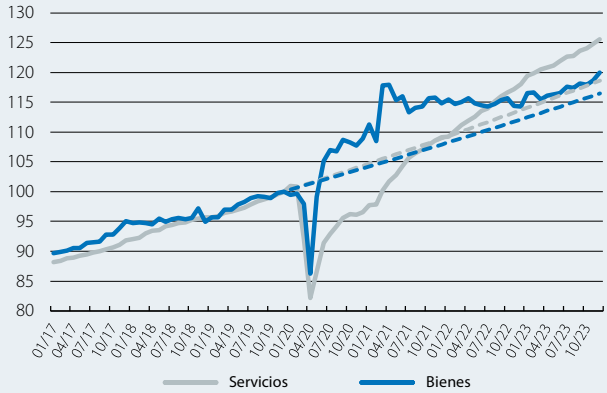
Variación intertrimestral desestacionalizada anualizada (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.*

EE. UU.: consumo de bienes y servicios

Índice (100 = diciembre 2019)



Nota: *En líneas discontinuas, mostramos una proyección siguiendo la tendencia observada entre 2017 y 2019.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Personal Consumption Expenditures del Bureau of Economic Analysis.*

Así, nos encontramos desde finales de 2022 en una tercera fase en la que el *shelter* (o vivienda), que pesa el 35% de la cesta de consumo y mide los precios de los alquileres (reales e imputados), está siendo el principal contribuyente a la elevada inflación. Su *momentum* es actualmente del 5,5% y su inflación interanual del 6,1%, unos niveles que están sorprendiendo al alza al conjunto de analistas. Asimismo, su contribución al *momentum* de la inflación núcleo fue a finales de 2023 de 2,5 p. p., mientras que su contribución promedio entre 2012 y 2019 fue de 1,3 p. p., por lo que, de normalizarse estos valores, observaríamos un *momentum* de la inflación núcleo en el 2,4%, mucho más cerca del objetivo de la Fed. Como explicamos en un artículo anterior,[2] el precio de los alquileres medido a través de indicadores alternativos a los del Bureau of Labor

2. Véase «La importancia de los alquileres en la inflación de EE. UU.» en el IM09/2023.

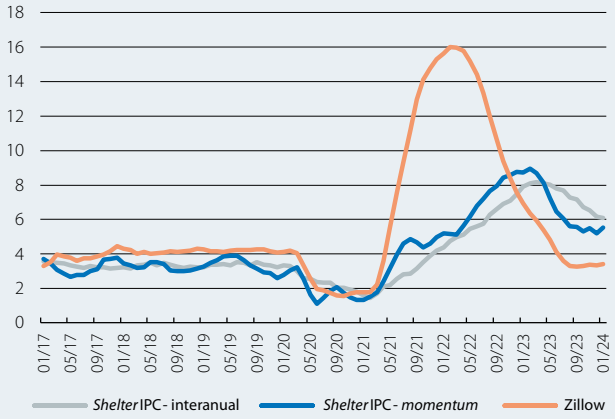
Statistics (como, por ejemplo, el índice de precios de alquileres elaborado por Zillow) está descendiendo con fuerza, lo que tarde o temprano debería traducirse en menores tasas de inflación del *shelter*. De hecho, según el informe del Joint Center for Housing Studies de la Universidad de Harvard, la distensión en el mercado del alquiler es notable y tiene visos de continuar en los siguientes meses. Destacan que el precio de los nuevos alquileres creció en el 4T solamente un 0,2% interanual, lejos del +15,3% registrado a principios de 2022, y que de los 150 mercados de alquiler que monitorizan, solamente 8 registraron en ese trimestre incrementos interanuales superiores al 5% (146 mercados en el 1T 2022, con 25 reportando incrementos superiores al 20%).[3] Todo ello permite ser optimista en cuanto a la evolución del *shelter* y, tal y como dijo el presidente de la Fed, Jerome Powell, en enero, no hay duda de que estas dinámicas de distensión en el mercado del alquiler acabarán trasladándose a las medidas de inflación oficiales. La incertidumbre es únicamente el cuándo y el cuánto.[4]

Sin embargo, son diversos los riesgos que rodean esta expectativa de moderación de la inflación. Primero, si bien la contribución de los servicios excluido el *shelter* se ha normalizado con respecto a la tensión que se observó a mitad de 2022 (el segundo elemento que mencionábamos anteriormente), las últimas cifras desde noviembre no permiten a la Fed ser complaciente. En concreto, los servicios, excluido el *shelter*, han pasado de promediar un *momentum* del 3% en el 3T 2023 a situarse en el 5,4% en enero. Y es que el precio de los servicios está más ligado a la evolución de los salarios que determinados bienes, por lo que las expectativas de que el mercado laboral se mantenga robusto en 2024 apremian a no dar por hecho que el camino de la inflación hasta el 2% será lineal y sin obstáculos. Segundo, hay una importante fuente de riesgos en la situación geopolítica y, si bien las implicaciones económicas de los conflictos activos están siendo, por el momento, limitadas (no así las implicaciones humanitarias), tanto los precios del transporte de contenedores como los de otras materias primas (por ejemplo, petróleo, gas u otros materiales industriales) podrían tensionarse ante un recrudecimiento de los conflictos y, en un escenario de riesgo, elevar de nuevo la inflación. Y, en tercer lugar, la robustez de la demanda doméstica estadounidense, no solo por el consumo de las familias sino también por unos déficits fiscales actuales que tienen visos de continuar sea quien sea el ganador de las elecciones presidenciales del 5 de noviembre, aconsejará prudencia a la hora de dar por finalizada la lucha contra la inflación.

3. Véase «America's rental housing 2024», Joint Center for Housing Studies.
4. *We think that's coming, and we know it's coming. It's just a question of when and, and how big it'll be.* Transcripción de la rueda de prensa de la reunión del FOMC del 30 y 31 de enero de 2024.

EE. UU.: precios del alquiler

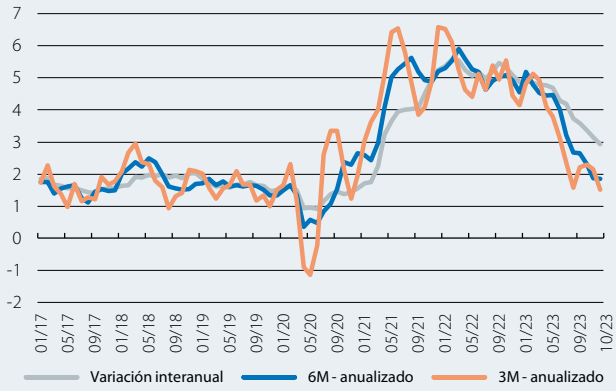
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Zillow.*

EE. UU.: inflación del Personal Consumption Expenditures

(%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.*

En cualquier caso, si bien existen todas estas incertidumbres, el proceso desinflacionista ha avanzado con fuerza en 2023 y, en principio, debería proseguir en 2024 si no se materializan los riesgos comentados anteriormente. Además, hay que recordar que el objetivo de inflación de la Fed no está referenciado al IPC, sino que la Fed sigue el *Personal Consumption Expenditures* (PCE) y su inflación fue de un 2,4% interanual en enero (0,7 p. p. menos que la del IPC, en buena parte por el menor peso del *shelter* en el PCE, inferior al 15%). Además, en diciembre el *momentum* del PCE ya era inferior al 2%, una métrica que habitualmente la Fed señala como buen indicador de las presiones inflacionistas. Todo ello abre la puerta a empezar a bajar los tipos de interés. La incertidumbre, de forma parecida a lo que mencionábamos sobre el *shelter*, no es tanto en si la Fed los bajará o no, sino en cuándo y en cuánto.

Ricard Murillo Gili

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Actividad									
PIB real	5,8	1,9	1,7	2,4	2,9	3,1	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	15,8	9,3	5,9	3,2	2,3	1,2	5,6	2,2	...
Confianza del consumidor *(valor)*	112,7	104,5	105,5	106,1	104,5	103,7	108,0	110,9	106,7
Producción industrial	4,4	3,4	1,3	1,0	0,9	0,5	1,2	0,0	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	60,7	53,5	48,3	47,8	47,2	47,1	47,1	49,1	47,8
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.606	1.551	1.375	1.378	1.385	1.388	1.562	1.331	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	267	307	303	302	302	303	321,7	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	5,4	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	3,7	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	58,4	60,0	60,1	60,2	60,3	60,3	60,1	60,2	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,6	–3,7	–3,6	–3,5	–3,2	–3,1	–2,8	...	...
Precios									
Inflación general	4,7	8,0	6,7	6,3	5,8	5,3	3,4	3,1	...
Inflación núcleo	3,6	6,2	5,7	5,6	5,6	5,5	3,9	3,9	...

JAPÓN

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Actividad									
PIB real	2,6	1,0	2,6	2,3	1,7	1,0	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	36,3	32,2	30,7	31,2	32,2	33,5	37,2	38,0	39,1
Producción industrial	5,8	0,0	–1,8	–1,8	–2,0	–0,7	0,6	–3,2	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	13,8	9,5	1,0	5,0	9,0	12,0	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	2,5	2,4	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–0,3	–3,7	–4,0	–4,0	–3,9	–3,9	–1,6	–1,3	...
Precios									
Inflación general	–0,2	2,5	4,1	3,9	3,6	3,4	2,6	2,1	...
Inflación subyacente	–0,5	1,1	3,0	3,2	3,5	3,8	3,7	3,5	...

CHINA

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Actividad									
PIB real	8,4	3,0	4,5	6,3	4,9	5,2	–	–	...
Ventas al por menor	12,4	–0,8	5,8	10,7	4,2	8,3	7,4	...	...
Producción industrial	9,3	3,4	3,2	4,5	4,2	6,0	6,8	...	...
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	51,5	49,0	49,7	49,3	49,0	49,2	49,1
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	681	899	948	946	901	...	868,8	...	...
Exportaciones	30,0	7,1	0,1	–5,4	–10,8	...	–0,8	...	...
Importaciones	30,0	0,7	–7,2	–7,0	–8,5	...	0,2	...	...
Precios									
Inflación general	0,9	2,0	1,3	0,1	–0,1	–0,3	–0,3	–0,8	...
Tipo de interés de referencia [3]	3,8	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,8	7,0	7,2	7,2	7,1	7,2	7,2

Notas: *1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.*

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Ventas al por menor *(variación interanual)*	5,4	1,0	–2,6	–1,9	–1,8	–0,7	–0,8	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	9,8	2,3	0,3	–1,2	–4,7	–3,6	1,2	...	...
Confianza del consumidor	–7,5	–21,9	–26,9	–26,9	–26,9	–26,9	–15,1	–16,1	–15,5
Sentimiento económico	111,2	102,1	96,5	96,5	96,5	96,5	96,4	96,1	95,4
PMI manufacturas	60,2	52,1	48,2	44,7	43,2	43,9	44,4	46,6	46,5
PMI servicios	54,4	52,1	52,8	54,4	49,2	48,4	48,8	48,4	50,0
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	1,5	...	1,6	1,4	1,3	1,2	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	7,7	6,7	6,6	6,5	6,5	...	6,5	6,4	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,6	3,0	2,9	3,0	3,0	...	3,1	3,1	...
Francia *(% pobl. activa)*	7,9	7,3	7,1	7,4	7,4	...	7,6	7,5	...
Italia *(% pobl. activa)*	9,5	8,1	7,9	7,7	7,6	...	7,2	7,2	...
PIB real *(variación interanual)*	6,1	3,5	1,3	0,6	0,0	0,1	–	–	–
Alemania *(variación interanual)*	3,3	1,9	–0,1	0,1	–0,3	–0,2	–	–	–
Francia *(variación interanual)*	6,8	2,6	0,9	1,2	0,6	0,7	–	–	–
Italia *(variación interanual)*	8,6	4,2	2,3	0,6	0,5	0,6	–	–	–

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
General	2,6	8,4	8,0	6,2	5,0	2,7	2,9	2,8	2,6
Núcleo	1,5	3,9	5,5	5,5	5,1	3,7	3,4	3,3	3,1

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Saldo corriente	3,1	–0,6	–0,4	0,3	2,0	4,5	4,5	...	...
Alemania	7,7	4,4	4,6	5,3	8,6	14,0	14,0	...	...
Francia	0,4	–2,0	–1,9	–1,8	–1,9	–2,5	–2,5	...	...
Italia	2,4	–1,5	–1,4	–1,1	–0,1	0,3	0,3	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	94,3	90,9	93,4	94,6	95,9	95,1	94,8	95,1	94,8

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	3,5	6,7	5,7	3,9	1,0	0,1	0,5	0,2	...
Crédito a hogares[2,3]	3,8	4,4	3,2	2,1	1,0	0,5	0,4	0,3	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,2	1,8	3,8	4,5	5,0	5,2	5,2	5,1	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	1,3	2,0	3,7	4,3	4,7	4,9	4,9	4,8	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,8	6,3	–3,9	–8,1	–11,3	–10,7	–9,7	–9,9	...
Otros depósitos a corto plazo	–0,8	4,5	17,6	22,5	23,2	21,0	20,9	19,8	...
Instrumentos negociables	11,6	3,7	19,4	22,0	20,4	19,9	19,5	22,5	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,2	0,5	1,9	2,5	3,0	3,3	3,3	3,2	...

Notas: *1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.*

La economía española, buen inicio de año

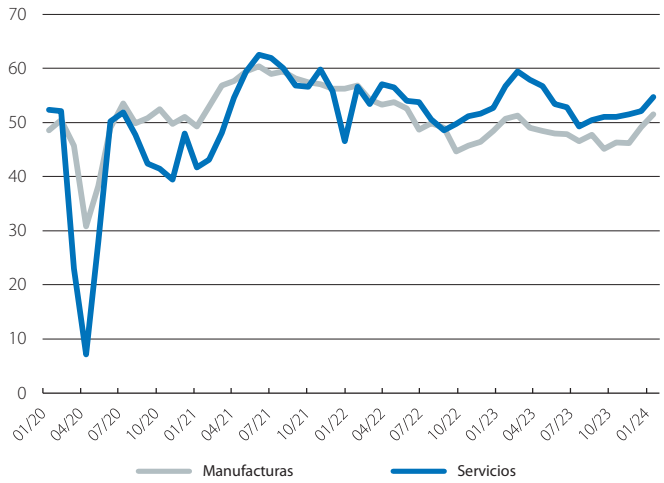
Los indicadores que se han conocido en los primeros meses del año desprenden señales positivas que apuntarían a una mejora del ritmo de crecimiento económico en el 1T. Por el lado de la actividad, señalan un notable dinamismo del sector servicios, con una pujante actividad turística, y una mejora del débil tono que venía mostrando la industria, y ello con una creación de empleo que incluso se acelera. Por su parte, la actividad inmobiliaria se enfría más suavemente de lo previsto y la inflación prolonga su senda de moderación.

La actividad arranca 2024 con buen pie. Las señales son especialmente positivas en el sector industrial, que venía atravesando una acusada debilidad. Así, en febrero el índice PMI del sector manufacturero aumentó 2,3 puntos hasta 51,5, de modo que, por vez primera en 11 meses, se sitúa en terreno expansivo (por encima de 50 puntos), gracias al aumento de la producción y de los nuevos pedidos, en respuesta a una mejora de la demanda, fundamentalmente del mercado interno. También se obtiene una lectura positiva de la marcha del empleo en el sector industrial, con un crecimiento de los afiliados en el sector del 1,9% interanual en febrero. Por su parte, el índice PMI para el sector servicios se consolida en zona expansiva al situarse en 54,7 puntos (52,1 anterior), el mejor registro desde mayo de 2023. Por el lado del consumo, mejoran las perspectivas de los hogares, y el indicador de confianza del consumidor que elabora la Comisión Europea se situó en febrero en –17,4 puntos (–18,8 el mes anterior), el mejor registro en seis meses.

La creación de empleo gana tracción en los primeros compases del ejercicio. La afiliación media aumentó en febrero en 103.621 personas, el mejor dato en un mes de febrero desde 2007 y que supera al del año pasado (88.918) y a lo habitual en un mes de febrero (70.615 de media en los meses de febrero del periodo 2014-2019). Corrigiendo la estacionalidad, el empleo anota una subida mensual de 73.492 afiliados, el mayor aumento desde abril de 2023, de modo que el crecimiento medio mensual en lo que va de 1T se eleva a 55.924 trabajadores, cifra significativamente superior a la del promedio del 4T 2023 (31.248); el ritmo de crecimiento intertrimestral del empleo efectivo (afiliados desestacionalizados que no están en ERTE) se intensifica hasta el 0,5% (0,4% en los dos trimestres anteriores). Además, destaca la mejora de la contratación indefinida, de modo que la tasa de temporalidad sigue cayendo hasta el 12,7%, 2 décimas menos que en el mes anterior. En cuanto al paro registrado, se redujo en 7.452 personas, un descenso que contrasta con el aumento de febrero del año pasado (+2.618) y que supera el promedio en los meses de febrero del periodo 2014-2019 (–4.267).

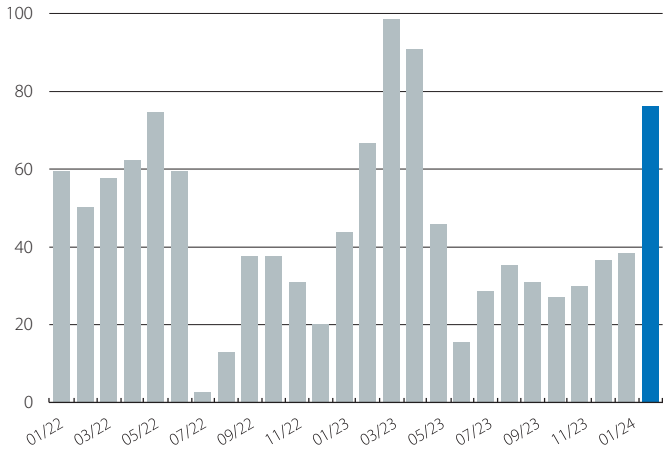
La inflación retoma la senda descendente en febrero. Tras la subida puntual del mes anterior, la inflación general se redujo

España: índices PMI
Nivel



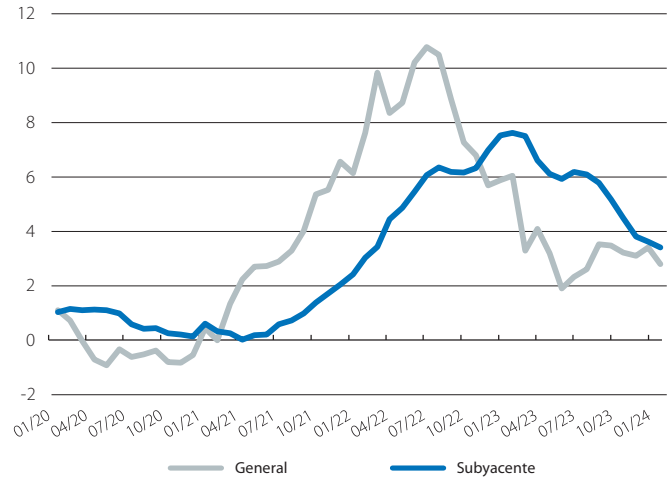
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.*

España: afiliados a la Seguridad Social *
Variación intermensual (miles de personas)



Nota: ** Serie corregida de estacionalidad.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.*

España: IPC
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

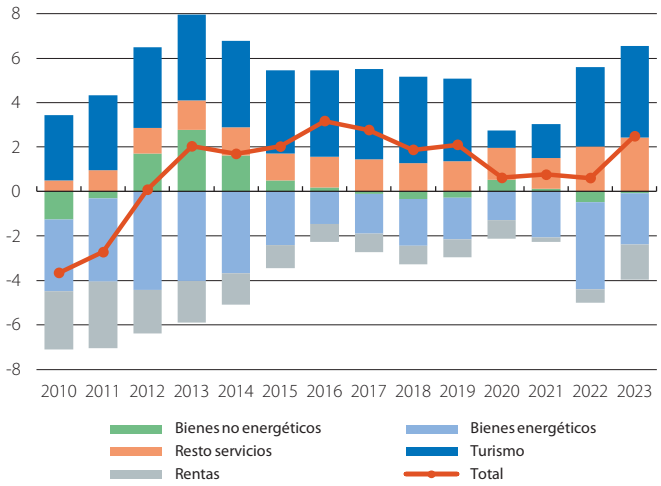
en febrero, según el indicador adelantado publicado por el INE, y se situó en el 2,8%, 6 décimas menos que en enero y la tasa más baja desde agosto de 2023. A falta del desglose por componentes, el INE apunta que este resultado viene marcado principalmente por la bajada de la inflación de los componentes no subyacentes: la estabilidad de los precios de los alimentos –frente a la subida de hace un año– y la bajada de los precios de la electricidad –contrarrestada, en parte, por la subida del precio de los carburantes–. La inflación subyacente (excluidos productos energéticos y alimentos no elaborados) también siguió descendiendo, aunque con menor intensidad que la inflación general, y bajó en 2 décimas hasta el 3,4%; hay que retroceder hasta marzo de 2022 para encontrar una tasa inferior.

Fuerte aumento del superávit por cuenta corriente en 2023, que ya acumula 12 años con saldos positivos. La balanza por cuenta corriente cerró 2023 con un superávit del 2,5% del PIB, 1,9 puntos más que el año anterior y el mejor registro desde 2017. Salvo la de rentas, afectada por la subida de los tipos de interés, todas las subbalanzas contribuyeron a la mejoría del saldo exterior. Por un lado, el déficit comercial de bienes se redujo con intensidad, hasta el 2,4% del PIB (–4,4% en 2022), gracias a la corrección del déficit energético (–2,3% *vs.* –3,9%), en un contexto de fuerte caída de los precios, y, en menor medida, del déficit de bienes no energéticos (–0,1% *vs.* –0,5% en 2022), dada la caída de las importaciones. A su vez, la balanza de servicios anotó superávits históricos, tanto los no turísticos (2,4% del PIB *vs.* 2% anterior) como los turísticos (4,1% *vs.* 3,6% en 2022).

En el caso del turismo, tras el récord de 2023, con casi 85,2 millones de turistas internacionales que gastaron más de 108.000 millones de euros, los datos más recientes confirman que la actividad turística se mantiene pujante, incluso en temporada baja: en enero, el número de turistas extranjeros que llegó a nuestro país alcanzó los 4,77 millones, lo que supone un crecimiento del 15,3% interanual y del 13,6% respecto a enero de 2019. A su vez, el indicador de consumo de CaixaBank arroja una subida de la actividad de las tarjetas de extranjeros del 22,6% interanual en los dos primeros meses del año, frente al 18,5% anotado en el 4T 2023.

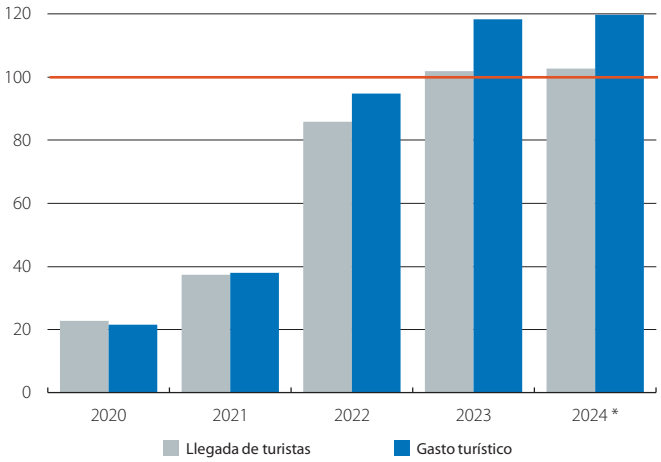
La demanda de vivienda se comportó mejor de lo esperado en 2023. El año pasado se cerraron 587.000 transacciones, el segundo mejor dato desde 2007, si bien un 9,7% por debajo del extraordinario registro de 2022 (650.265 operaciones). De hecho, el enfriamiento de la demanda ha sido inferior a lo esperado a comienzos de año, gracias a la resistencia de las transacciones de vivienda nueva (–4,8% anual frente al –10,8% de la vivienda de segunda mano) y de las compras por parte de extranjeros, que ya suponen el 15% de las compraventas frente al 13% en el periodo prepandemia 2015-2019. Ante este comportamiento de la demanda, el ritmo de crecimiento del precio de la vivienda ha vuelto a intensificarse: la tasa interanual del valor tasado de la vivienda se aceleró en el 4T 2023 hasta el 5,3% desde el 4,2% anterior.

España: balanza por cuenta corriente
(% del PIB)



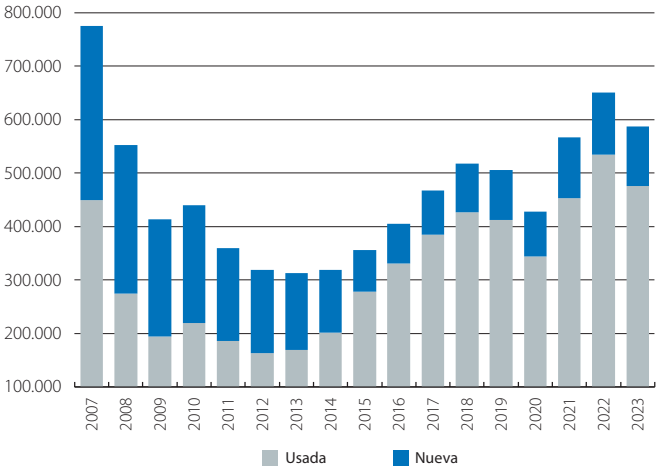
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.*

España: indicadores de turismo extranjero
Índice (100 = 2019)



Nota: ** Dato acumulado de 12 meses hasta enero.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: compraventa de vivienda
Unidades



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: de la desaceleración a la expansión

El mercado inmobiliario español se desaceleró en 2023, pero de forma más suave de lo anticipado. A pesar del fuerte aumento de los tipos de interés, varios factores han apoyado al sector, entre ellos un mercado laboral resiliente, unos flujos de inmigración significativos, el desajuste entre una oferta de vivienda nueva escasa y una demanda elevada, y una situación financiera de los hogares menos tensionada de lo esperado.

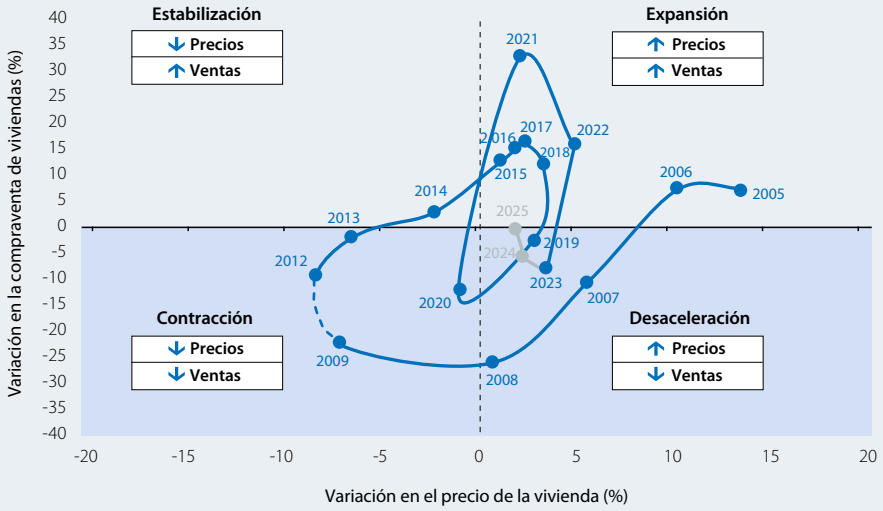
En 2024, el principal factor que apoyará al sector inmobiliario es el descenso de los tipos de interés. De hecho, el euríbor a 12 meses ha empezado el año en torno al 3,6%, un registro significativamente inferior al máximo de este ciclo en octubre de 2023 (4,16%), y los mercados financieros descuentan que pueda acabar el año alrededor del 2,50%-2,75%. En todo caso, es importante tener en cuenta que se espera que los tipos de interés permanezcan en niveles sensiblemente superiores a los vigentes en 2021, antes del ciclo de endurecimiento monetario. Por otra parte, los factores económicos que han apoyado al sector inmobiliario en 2023 seguirán presentes en 2024, aunque perderán algo de intensidad. Así, el crecimiento de la economía española seguirá siendo muy significativo, cercano al 2%, aunque se desacelerará respecto al 2,5% registrado en 2023.

Teniendo en cuenta todos estos factores, prevemos que la senda de suave desaceleración del sector inmobiliario continúe en el primer semestre del año, como consecuencia de unos tipos de interés todavía elevados y un contexto económico aún relativamente débil. No obstante, en el segundo semestre de 2024, a medida que se afiance la vía descendente de los tipos de interés y la actividad económica gane tracción, esperamos que el mercado inmobiliario recobre vigor y dibuje una trayectoria ascendente. Así, 2024 será un año de transición, en el que el reloj inmobiliario de CaixaBank Research se mantendrá en zona de desaceleración, para dar paso a un 2025 en el que prevemos que el mercado de la vivienda vuelva a la zona expansiva.[1]

En concreto, prevemos un incremento del precio de la vivienda del 2,7% y del 2,5% en 2024 y 2025, respectivamente, y un número de compraventas en torno a las 550.000 unidades por año. Unas previsiones que hemos mejorado recientemente como consecuencia de la resiliencia del mercado inmobiliario en 2023, la mejora de las perspectivas económicas para 2024 y el adelanto de la primera bajada de tipos de interés por parte del BCE a antes del verano.[2]

Judit Montoriol Garriga

Reloj inmobiliario de CaixaBank Research para España



Nota: *Se excluye el periodo 2010-2011 debido al efecto provocado por incentivos fiscales.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE, del Mitma y de previsiones de CaixaBank Research.*

1. Para una descripción del movimiento del reloj inmobiliario en los últimos años, véase el Focus «El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: desaceleración a la vista», en el IM09/2022.
2. Véase el *Informe Sectorial Inmobiliario 1S/2024* para más detalles sobre la evolución reciente y perspectivas del sector inmobiliario español.

Fondos Next Generation EU: ¿cómo ha ido el tercer año de fondos europeos?

Finalizado el tercer año de desembolsos de fondos europeos NGEU, toca hacer balance. España incluyó en los Presupuestos de 2023 (PGE) 35.940 millones de euros del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, el principal instrumento del NGEU, cifra que incluye fondos de presupuestos anteriores que no fueron asignados en su momento. ¿Se han cumplido las expectativas? ¿Se están implementando las inversiones y reformas según lo previsto?

¿Cómo van los desembolsos de los fondos recibidos de la Comisión Europea?

El montante total de subvenciones para España en la primera fase del Plan de Recuperación asciende a 69.500 millones, que se irán desembolsando hasta 2026 condicionadas al cumplimiento de hitos relacionados con la materialización de inversiones y reformas. De esa cantidad, España ha recibido de la Comisión Europea hasta el momento 37.000 millones. En total, los fondos NGEU del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia de los que podrá disponer España son 163.000 millones: a estos 69.500 millones, se le sumarán a través de la Adenda 10.300 millones adicionales en subvenciones y hasta 83.200 millones en préstamos.

Atendiendo a los fondos solicitados a la Comisión Europea por los Estados miembros, a medida que cumplen con los hitos asociados al NGEU, a la Comisión Europea (la mayor parte de los cuales ya han sido desembolsados) en relación con el total de fondos NGEU del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia[1] asignados a cada país, incluido el montante de los préstamos, España[2] ha solicitado hasta ahora un porcentaje (30%) inferior al de economías como Francia (76%) o Italia (58%). Dos factores que pueden explicarlo son que España, a diferencia de Italia, todavía no ha solicitado ningún tramo de préstamos[3] y que el último desembolso de la Comisión a España data de febrero de 2023 (actualmente, están examinando la solicitud de España para acceder al cuarto pago, de 10.000 millones). Con todo, si se comparan las cantidades, España es el segundo país que ha recibido más fondos hasta la fecha.

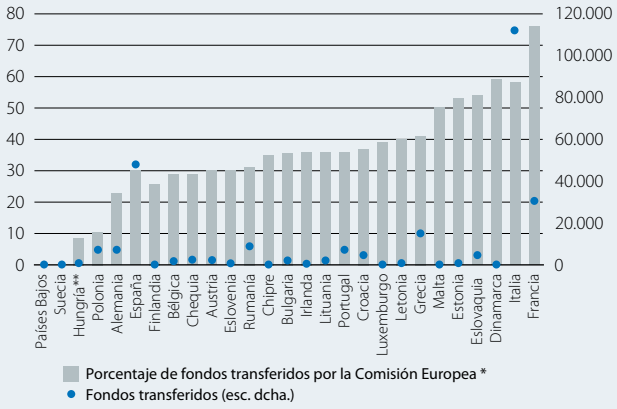
¿Cómo va el nivel de ejecución de los proyectos?

Centrándonos en el ámbito doméstico, en 2023 fueron activados muchos proyectos presupuestados (véase el segundo gráfico), por un montante total de alrededor de 28.450 millones de euros (prácticamente el 80% de lo presupuestado en 2023), según los datos de ejecución presupuestaria. Esta cifra incluye las convocatorias de ayudas y licitaciones competitivas abiertas, así como aquellas partidas donde se ha iniciado la distribución de fondos hacia las Administraciones autonómicas, locales e instituciones públicas que ejecutan programas de inversión.

1. Véase el informe de la evaluación de la Comisión Europea de febrero de 2024.
2. En el caso de España, son 163.000 millones sumando a los 79.800 millones en transferencias (69.500 de la fase inicial y más de 10.000 millones adicionales de la Adenda) los 83.200 millones de préstamos que España puede solicitar.
3. Francia ha declarado que no solicitará préstamos, de forma que ello implica un denominador más pequeño y un mayor porcentaje de desembolsos sobre el total.

Fondos NGEU 2021-2023

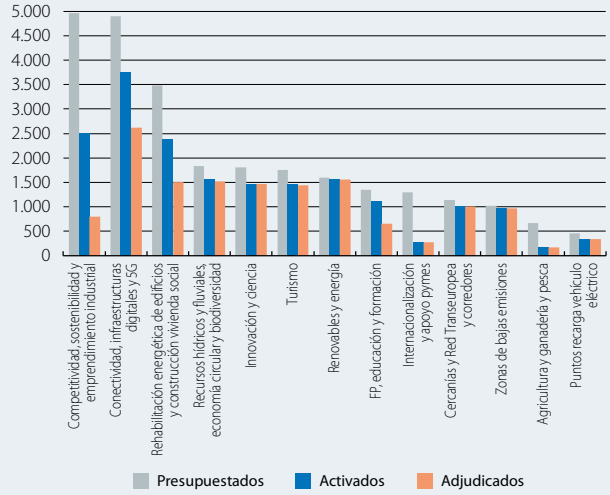
(%) *(Millones de euros)*



Notas: ** Sobre el total de transferencias y préstamos que los países han dicho que solicitarán del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. En España, por ejemplo, se contabilizan en el denominador 83.200 millones de préstamos, aunque algunas instituciones estiman que el* take-up *acabará siendo menor. ** Corresponde a la prefinanciación de Repower-EU.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de los* snapshots *de la* mid-term evaluation *de la Comisión Europea.*

España: fondos NGEU activados y adjudicados por la Autoridad General del Estado en 2023

(Millones de euros)



Nota: *Las inversiones activadas incluyen fondos transferidos (y aún no transferidos, pero a punto de serlo) a CC. AA., CC. LL. y organismos públicos, aunque no hayan publicado el programa de ayudas asociado.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de IGAE hasta noviembre de 2023.*

Sin embargo, a la hora de valorar la ejecución de fondos, esta estimación es demasiado amplia, ya que incluye proyectos en los que los fondos están (o estarán inminentemente) a disposición del sector público, pero en los que todavía no se han resuelto los beneficiados de las ayudas asociadas.

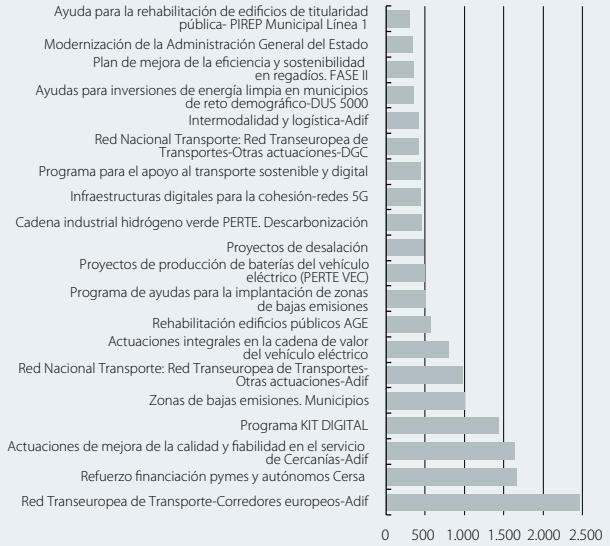
Si en lugar de a los fondos activados nos ceñimos a los fondos adjudicados, tendremos una idea algo más precisa sobre el ritmo al que las inversiones van llegando a la economía real. Con este criterio, se obtiene que, referente al presupuesto de 2023, la Administración General del Estado adjudicó fondos por valor de 23.500 millones de euros, y que entre 2021 y 2023 se han adjudicado un total de 66.000 millones, lo que supone un 95% de los 69.500 millones de la primera fase del Plan. Si bien dentro de los 66.000 millones hay en torno a 20.000 millones de euros de convocatorias de subvenciones y licitaciones resueltas en favor de empresas privadas y autónomos,[4] hay que tener en cuenta que una parte sustancial (más de 30.000 millones) no fueron fondos adjudicados a destinatarios finales, sino que se dirigieron a las comunidades autónomas (CC. AA.),[5] corporaciones locales y entes y empresas públicas, para que estos a su vez lanzasen la correspondiente licitación o convocatoria definitiva para el destinatario final.

Por ello, descendiendo una capa más y fijándonos en la cantidad de fondos que ha llegado al tejido productivo, la cifra será menor a los fondos adjudicados, dado que hay entes que aún no han designado beneficiarios y que hay beneficiarios que tienen que presentar documentación antes de que se ejecute el pago. Si nos centramos en los desembolsos del Estado a los destinatarios finales (es decir, pagos al sector privado y pagos de ayudas directas a otras entidades públicas excluidas las transferencias a otras entidades públicas en las que estas deben publicar una convocatoria posteriormente para adjudicar los fondos) referentes a lo presupuestado en 2023, se obtiene que el Estado desembolsó 8.800 millones hasta noviembre.[6] Aunque esta cantidad parece baja, si tenemos en cuenta que los gastos suelen tener un tirón final importante a final de año, que también se realizaron pagos de fondos adjudicados, pero no pagados en ejercicios anteriores, y que las CC. AA. también canalizaron fondos al tejido productivo por casi 2.000 millones en 2023, estimamos que la ejecución total[7] en 2023 fue de algo más de 16.000 millones de euros, frente a los 24.000 millones en el conjunto de 2021-2022. De esta manera, el nivel de ejecución en esta primera fase del Plan ha sido de más de 40.000 millones, un 59% sobre los 69.500 millones disponibles (esta cifra era del 34,5% a finales de 2022). Así, se aprecia que la ejecución va tomando paulatinamente mayor velocidad tras un despegue inicial algo titubeante.

En el tercer gráfico, podemos distinguir las principales convocatorias de fondos NGEU resueltas por el Estado entre 2021 y 2023. Destacan los proyectos en infraestructuras ferroviarias, el programa de financiación para pymes y autónomos a través de garantías, el programa Kit Digital para financiar la digitalización de autónomos y pymes, y los programas en movilidad sostenible y transformación urbana, así como de energía con una apuesta clara por la sostenibilidad (rehabilitación energética de edificios).

Principales convocatorias NGEU resueltas por el Estado en 2021-2023

(Millones de euros)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del portal del Plan de Recuperación.*

PERTE

(Millones de euros)

Fuente: *CaixaBank Research.*

4. Véase el *Cuarto Informe del Plan de Recuperación* publicado por el Ministerio de Economía en diciembre de 2023.
5. En particular, de los 26.500 millones adjudicados a CC. AA., las comunidades a las que se les han asignado más fondos son Andalucía (4.077 M€), Cataluña (3.963 M€), la Comunidad de Madrid (2.875 M€) y la Comunidad Valenciana (2.471 M€).
6. Datos hasta noviembre de 2023.
7. Por ejecución nos referimos a fondos para el destinatario final que han sido adjudicados y justificados.

Avances en las inversiones en PERTE

En cuanto a los PERTE, 2023 fue un año de avances de estos proyectos tractores con elevado potencial transformador. Las convocatorias resueltas desde el arranque de los PERTE en 2022[8] acumulan casi 12.000 millones de euros (de los cuales 7.000 millones corresponden a 2023), sobre un total a movilizar, incluidos los fondos correspondientes de la Adenda, de algo más de 41.000 millones.

Se observa una elevada heterogeneidad tanto en términos de dotación presupuestaria como de ejecución entre los distintos PERTE. Así, entre los de mayor dotación, sobresalen en positivo el PERTE del vehículo eléctrico conectado (3.670 millones ejecutados) y el de energías renovables (3.350 millones) y, en cambio, los del chip y del ciclo del agua están todavía en sus estadios iniciales.

De cara a la ejecución en 2024, hay muchos proyectos puestos en marcha que deberían cristalizar y llegar al tejido productivo. En los nuevos presupuestos se deberían empezar a incluir los nuevos recursos procedentes de la Adenda del Plan de Recuperación que se irán desplegando en 2024-2026 (hasta 83.200 millones en préstamos y 10.300 millones en transferencias adicionales), que en buena parte servirán para dar un impulso importante a los PERTE; no en vano, de los 93.500 millones de la Adenda, casi 27.000 millones servirán para reforzar estos proyectos.

Las reformas continúan su despliegue, pero falta la importante reforma tributaria

En cuanto a las reformas requeridas para recibir los desembolsos, en 2023 se cumplió en su gran mayoría con el calendario de reformas pactado por Bruselas. En concreto, se aprobaron la segunda parte de la reforma de las pensiones,[9] la Ley de Vivienda, la Ley de Empleo y la Ley de Universidades. Las tres primeras estaban calendarizadas para el 2S 2022, pero se aprobaron en la primera mitad de 2023 y ahora están siendo examinadas por la Comisión de cara a aprobar el desembolso de 10.000 millones de euros solicitado por España correspondiente al cuarto pago del NGEU. Lo único que queda pendiente es la reforma del subsidio de desempleo, que fue rechazado por el Congreso en enero. De cara a 2024, se esperan dos desembolsos adicionales: uno de 7.200 millones (6.400 en transferencias y 800 en préstamos) correspondiente a los hitos que fueron calendarizados para 1S 2023, que incluyen la entrada en vigor de una reforma tributaria todavía pendiente y otro de 18.400 millones (3.600 en transferencias y 14.800 en préstamos) correspondiente a los hitos de la segunda mitad de 2023. Con la agenda de reformas avanzada, ganarán peso los hitos cuantitativos relacionados con la ejecución de las inversiones, aunque algunos como el número de viviendas a rehabilitar o el número de puntos de recarga a instalar se examinarán más tarde de lo previsto inicialmente (en el 4T 2024 y 2025 respectivamente, primero era un año antes).

Si se ejecuta en 2024 todo lo que quedó pendiente del presupuesto de 2023, la cifra total de ejecución en el año podría quedar en torno a los 20.000 millones, de forma que la contribución del NGEU al crecimiento del PIB este año no sería desdeñable y podría alcanzar 0,4 p. p. En definitiva, estos fondos continuarán siendo uno de los puntales del crecimiento. Más allá del corto plazo, el tiempo apremia, ya que la Comisión ha reiterado que la fecha límite para el cumplimiento de todos los hitos será el 31 de agosto de 2026, por lo que será esencial llevar a cabo una buena canalización de los préstamos de la Adenda y de la selección de proyectos asociados para aprovechar al máximo estos fondos y que puedan tener un impacto estructural que contribuya a un crecimiento duradero y sostenible de nuestra economía.

Javier Garcia-Arenas

8. Estos montantes de PERTE los hemos incluido en las cifras totales comentadas anteriormente de fondos adjudicados, no son una parte desgajada de lo anterior.
9. Véase para un análisis detallado el artículo «Reformar el sistema de pensiones: a la búsqueda de la sostenibilidad» en el Dossier del IM06/2023.

La balanza por cuenta corriente española en perspectiva europea

El pasado año 2023 se certifica como un año excepcional para el sector exterior español. Con un superávit por cuenta corriente del 2,5% del PIB, el buen desempeño del sector exterior español es particularmente remarcable cuando se compara con las otras grandes economías europeas. Así, la economía española acumula ya 12 años registrando superávits por cuenta corriente, solo superados por Alemania entre las grandes economías europeas.

Desde 2019 hasta 2022, las balanzas por cuenta corriente de los grandes países europeos acusaron un significativo empeoramiento debido al estallido de la pandemia y al *shock* energético. Sin embargo, ni el impacto de estos *shocks* ni la recuperación posterior han sido homogéneos por países. Así, durante 2022, año muy afectado por el encarecimiento de las importaciones energéticas, el saldo por cuenta corriente español registró la menor caída y fue, junto con la economía alemana, la única de las grandes economías europeas que logró evitar un saldo deficitario con el exterior en el conjunto del año. El empeoramiento del saldo en 2022 respecto al de 2019 ascendió a 4,7 p. p. de PIB en Italia, a 3,8 p. p en Alemania y a 2,6 p. p. en Francia, mientras que en España fue de solo 1,5 p. p.

Tras un año 2022 marcado por el encarecimiento de las importaciones energéticas, la recuperación del sector exterior ha sido intensa en 2023 y las cuatro mayores economías de la eurozona han mejorado su saldo por cuenta corriente, aunque solo España ha logrado mejorar el registro de 2019.

Unas dinámicas diferentes: servicios como eje principal

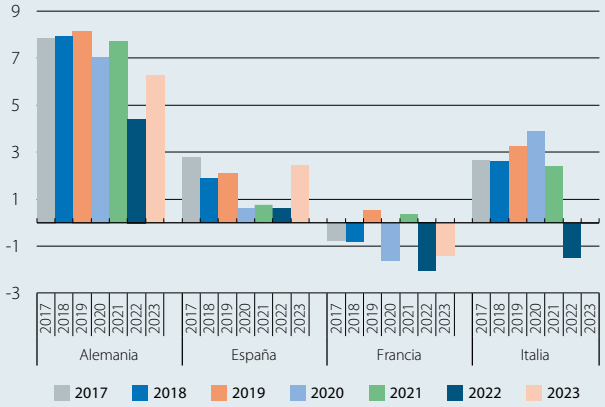
En el segundo gráfico, puede apreciarse, para cada una de las cuatro grandes economías de la eurozona, el papel que ha tenido cada subbalanza en el cambio del saldo por cuenta corriente desde 2019.

En el caso de España, destaca el fuerte aumento del superávit de la balanza de servicios, que ha pasado del 5,1% del PIB en 2019 al 6,3% en 2023 (con datos hasta el 3T 2023), lo que ha permitido compensar el deterioro del déficit comercial de bienes y de la balanza de rentas. Este comportamiento contrasta con el del resto de países europeos, en cuyas balanzas los servicios registran déficits o superávits relativamente pequeños.

En el caso de Alemania, el menor superávit por cuenta corriente se ha debido a una reducción tanto de la balanza de bienes como de servicios, aminorada por una leve mejoría en la balanza de rentas. Por su parte, la economía francesa ha pasado de una situación de ligero superávit en 2019 (0,5% del PIB) a un déficit del 1,4% del PIB en 2023, causado principalmente por el aumento del déficit comercial de bienes, hasta el –3,6% del PIB. Por último, Italia es la economía más alejada del superávit registrado en 2019 y ha pasado de un abultado superávit (3,3% del PIB) a un ligero déficit en 2023 del 0,04% del PIB, debido mayoritariamente a una caída muy considerable de su superávit en bienes (1,3% del PIB en 2023 *vs.* 3,4% del PIB en 2019), aunque también ha empeorado su saldo en servicios y rentas.

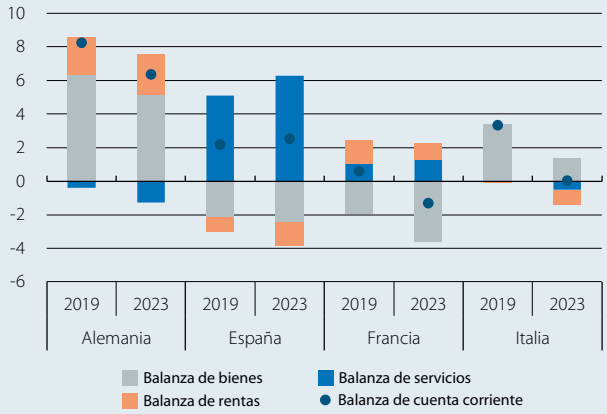
Dentro de la balanza de servicios española, tanto los servicios turísticos como los no turísticos han tenido muy buen desempeño. Si bien el turismo es el mayor contribuyente al superávit, aportando un superávit del 3,9% del PIB hasta el 3T 2023 (3,7% en 2019), las telecomunicaciones, el transporte y otros servicios, incluidos los servicios comerciales, también han contribuido positivamente. De hecho, el 65% de la mejora de la balanza de servicios respecto a 2019 se produce gracias a la mejora de los servicios no turísticos, que mejoran el superávit mostrado antes de la pandemia en 1 p. p., frente a la mejora de 0,23 p. p. de los servicios turísticos.

Saldo por cuenta corriente
(% del PIB)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Saldo por cuenta corriente por componentes
(% del PIB)

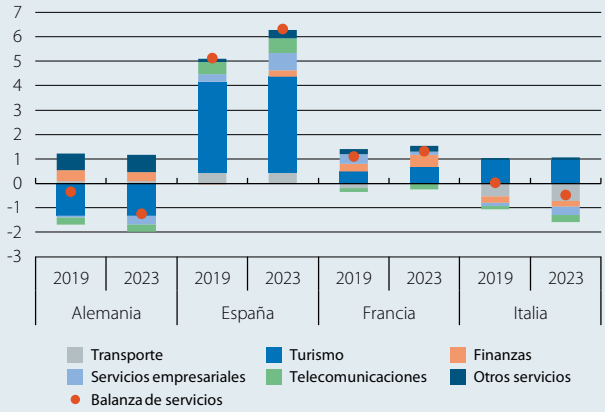


Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

El desempeño del turismo español es especialmente destacable al compararlo con el comportamiento de Francia e Italia, economías en las que también los ingresos por turismo tienen un papel relevante. Junto al turismo, todas las demás ramas de actividad del sector servicios español obtuvieron un superávit mayor que en cualquier otra economía europea, a excepción del sector financiero en Francia y otros servicios en Alemania. Ello certifica la excepcionalidad de los servicios españoles en el contexto de la eurozona y su capacidad para actuar de motor en el comercio exterior.

Erik Solé Vives

Composición del saldo de la balanza de servicios
(% del PIB)



Nota: *2023 son datos hasta el 3T 2023 acumulados en cuatro trimestres.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.*

Indicadores de actividad y empleo

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Industria									
Índice de producción industrial	2,8	–0,7	1,3	–1,8	–1,9	–0,2	–0,2	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–0,9	–6,5	–4,5	–5,4	–8,2	–8,1	–6,4	–5,1	–4,5
PMI de manufacturas (*valor*)	51,0	48,0	50,1	48,5	47,3	45,9	46,2	49,2	51,5
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	15,4	1,1	–1,8	1,7	4,3	0,2	–0,9	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	29,0	0,5	10,2	3,5	–3,0	–8,8	–9,7	...	...
Precio de la vivienda	7,4	3,9	3,5	3,6	4,5	...	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	129,8	18,7	90,7	40,6	21,8	18,7	18,7	16,9	...
PMI de servicios (*valor*)	52,5	53,6	56,3	56,0	50,9	51,2	51,5	52,1	54,7
Consumo									
Ventas comercio minorista	0,9	6,0	6,7	6,1	6,9	4,4	3,1	...	...
Matriculaciones de automóviles	–3,0	18,5	45,5	9,9	6,9	11,9	10,6	7,3	9,9
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–26,5	–19,2	–22,5	–19,0	–16,1	–19,2	–18,5	–18,8	–17,4
Mercado de trabajo									
Población ocupada [1]	3,1	3,0	1,8	2,9	3,5	3,8	–	–	–
Tasa de paro (% de la población activa)	12,9	12,1	13,3	11,6	11,8	11,8	–	–	–
Afiliados a la Seguridad Social [2]	3,9	–	2,5	2,8	2,7	2,6	2,7	2,6	2,7
PIB	**5,8**	**2,5**	**4,1**	**2,0**	**1,9**	**2,0**	**–**	**–**	**–**

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
General	8,4	3,6	5,1	3,1	2,8	3,3	3,1	3,4	2,8
Subyacente	5,1	6,1	7,6	6,2	6,0	4,5	3,8	3,6	...

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	22,9	–1,4	20,5	12,3	4,5	–1,4	–1,4	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	33,4	–7,2	24,0	10,7	–1,2	–7,2	–7,2	...	...
Saldo corriente	**8,2**	**36,6**	**22,1**	**28,2**	**35,2**	**36,6**	**36,6**	**...**	**...**
Bienes y servicios	16,3	60,1	31,6	42,8	54,6	60,1	60,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	–8,1	–23,5	–9,5	–14,6	–19,4	–23,5	–23,5	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**20,7**	**51,4**	**36,3**	**42,1**	**49,4**	**51,4**	**51,4**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros [3]

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	4,9	0,6	1,7	0,4	–0,3	0,4	0,8	...	...
A la vista y ahorro	7,9	–4,5	0,3	–4,0	–6,9	–7,6	–7,4	–7,6	...
A plazo y preaviso	–19,7	51,9	7,7	40,1	69,5	90,4	100,8	106,2	...
Depósitos de AA. PP.	9,6	8,7	7,4	6,8	11,3	9,4	0,5	–0,4	...
TOTAL	**5,2**	**1,1**	**2,1**	**0,8**	**0,5**	**1,0**	**0,8**	**...**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	–2,5	–0,9	–2,2	–3,4	–3,7	–3,4	–3,1	...
Empresas no financieras	0,9	–3,4	–1,0	–2,7	–4,6	–5,2	–4,7	–4,3	...
Hogares - viviendas	1,0	–2,6	–1,2	–2,4	–3,4	–3,3	–3,2	–3,0	...
Hogares - otras finalidades	–0,6	–0,2	–0,1	–0,4	0,0	–0,5	–0,5	–0,4	...
Administraciones públicas	0,2	–3,4	–0,2	–3,3	–4,6	–5,5	–3,5	–2,0	...
TOTAL	**0,7**	**–2,6**	**–0,9**	**–2,3**	**–3,4**	**–3,8**	**–3,4**	**–3,1**	**...**
Tasa de morosidad (%) [4]	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,6**	**3,5**	**...**	**...**

Notas: *1. Estimación EPA. 2. Datos medios mensuales. 3. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 4. Dato fin del periodo.*

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística, el Servicio Público de Empleo Estatal, Markit, la Comisión Europea, el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.*

Persiste la resiliencia de la economía portuguesa

Se confirma un crecimiento del PIB del 2,3% en 2023. La demanda interna contribuyó con 1,4 p. p. al crecimiento del PIB, respaldada principalmente por el avance del consumo privado, que aumentó un 1,6%, impulsado por la recuperación del gasto en bienes duraderos. También destacó el significativo avance de la inversión, que creció un 2,4%, especialmente en material de transporte. Por su parte, la demanda externa aportó 0,9 p. p. al crecimiento, gracias al dinamismo de las exportaciones, que crecieron un 4,2% (2 puntos más que las importaciones), en especial las de servicios, +10,6%, gracias al tirón del turismo.

El resultado de 2023 y la expectativa de un 2024 que evolucione de menos a más, dado el esperado giro de la política monetaria del BCE, nos lleva a recortar 2 décimas, hasta el 1,6%, nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2024. Los primeros indicadores conocidos referentes ya en 2024 apuntan a un crecimiento más moderado en el 1T: el indicador diario de actividad crece a un ritmo medio del 5,1% en enero-febrero (5,5% en el 4T 2023).

La inflación retomó su tendencia a la baja en febrero. Tras el repunte de la inflación en enero hasta el 2,3%, en febrero volvió a retomar la senda descendente y la inflación general bajó hasta el 2,1%, y la subyacente hasta el 2,2%. En términos mensuales, el aumento de los precios fue muy modesto (menos de 1 décima), lo que refuerza nuestra idea de que la caída de la inflación se producirá de forma gradual a lo largo del año.

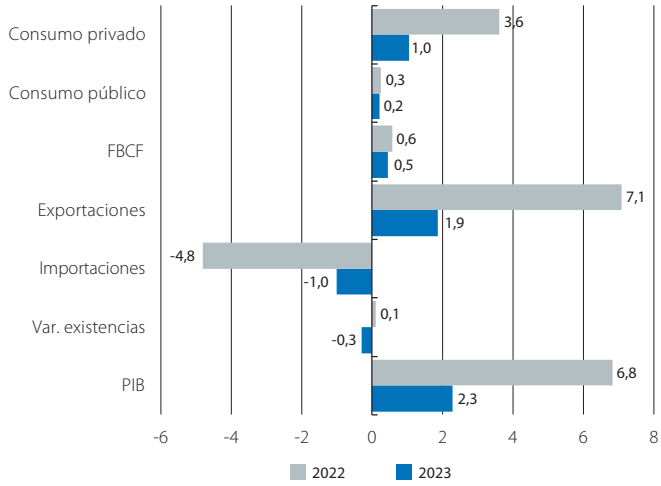
Buen ritmo de la creación de empleo. En 2023, el empleo volvió a crecer, por tercer año, a un ritmo alrededor del 2%, y con el volumen de ocupados más alto desde 2008; más de la mitad del empleo creado se concentró en construcción y hostelería. Sin embargo, la tasa de desempleo aumentó ligeramente, del 6,2% al 6,5%, reflejando la pérdida de fuerza del mercado laboral para absorber el notable crecimiento de la población activa (en 2023, aumentó un 2,4%, casi 125.000 personas). A lo largo de 2024, el empleo seguirá creciendo, pero a un ritmo algo más modesto; la desaceleración de la actividad, la incertidumbre que aún prevalece y los costes aún elevados frenarán el ritmo de contratación por parte de las empresas.

El turismo arranca en 2024 con 1,5 millones de visitantes y 3,5 millones de pernoctaciones en enero, lo que supone, en términos interanuales, un aumento del 1,8% y un descenso del 0,1%, respectivamente. No obstante, este último dato se explica por el debilitamiento del turismo residente: respecto a enero de 2023, los turistas residentes cayeron un 1% y las pernoctaciones de residentes, un 2,6%; con una caída muy significativa de las pernoctaciones en la Gran Lisboa (–11%) y Madeira (–17%). Para 2024, esperamos un nuevo crecimiento del sector, pero más contenido.

La balanza por cuenta corriente cerró 2023 con un superávit del 1,4% del PIB, el primer saldo positivo en cuatro años (déficit del 1,1% en 2022). Los principales responsables de esta mejora fueron la balanza energética, cuyo déficit se redujo 2,1 p. p. hasta el 2,7%, y los superávits de servicios, tanto turismo (+7,1%, +7 décimas) como el resto de servicios (+3,5%, +9 décimas). Solo la balanza de bienes no energéticos empeoró, con un déficit del 6,7% del PIB (–6,1% en 2022).

Portugal: PIB y componentes de la demanda

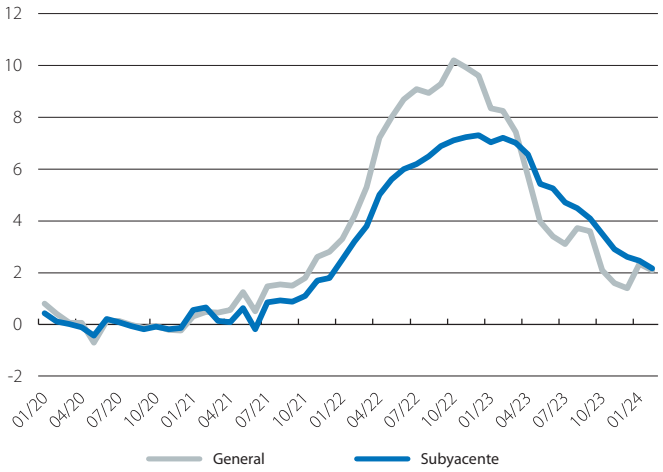
Variación anual del PIB (%) y contribución por componentes (p. p.)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: IPC

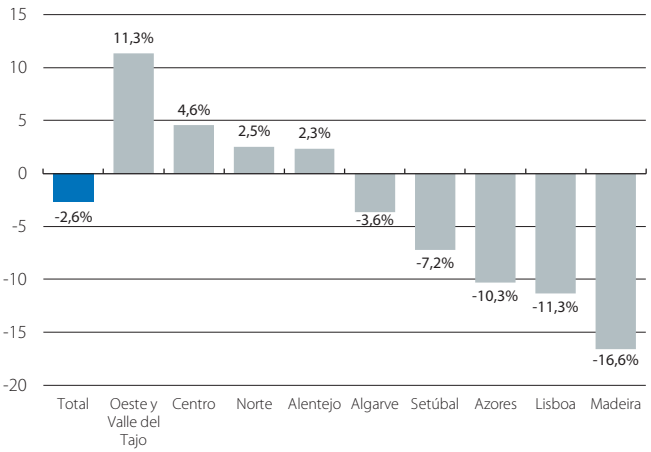
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Portugal: pernoctaciones de residentes por región de destino

Variación enero 2024 vs. enero 2023 (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.*

Indicadores de actividad y empleo

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Índice coincidente de actividad	5,7	3,3	3,5	3,6	3,3	2,8	2,6	2,5	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,4	–2,8	1,0	–5,0	–4,6	–2,5	–5,0	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–3,4	–7,4	–5,0	–5,6	–9,4	–9,5	–9,2	–8,2	–7,7
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,2	4,9	9,8	1,2	9,4	–0,8	–7,2	...	...
Compraventa de viviendas	1,3	...	–20,8	–22,9	–18,9	...	–	–	–
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	13,8	9,1	12,9	9,1	8,1	6,4	5,3	4,4	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	158,9	19,1	117,2	52,6	24,9	19,1	19,1	16,1	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	15,1	7,5	11,1	13,4	5,8	–0,2	1,1	5,1	7,1
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,5	1,1	1,2	1,7	0,6	0,8	1,1	...	...
Indicador coincidente del consumo privado	3,8	2,4	1,9	2,7	2,8	2,2	2,0	1,9	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–29,7	–28,6	–35,1	–29,4	–22,8	–27,2	–28,2	–26,9	–24,4
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,2	2,0	1,4	2,8	2,2	1,6	1,8	2,0	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	6,2	6,5	7,2	6,1	6,1	6,6	6,5	6,5	...
PIB	**6,8**	**2,3**	**2,5**	**2,6**	**1,9**	**2,2**	**–**	**–**	**–**

Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
General	7,8	4,4	8,0	4,4	3,5	1,7	1,4	2,3	2,1
Subyacente	5,6	5,1	7,1	5,7	4,4	3,0	2,6	2,4	2,2

Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	23,2	–1,0	21,6	11,8	3,0	–1,0	–1,0	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	31,7	–4,1	24,5	12,5	1,1	–4,1	–4,1	...	...
Saldo corriente	**–2,8**	**3,6**	**–1,2**	**1,5**	**4,1**	**3,6**	**3,6**	**...**	**...**
Bienes y servicios	–4,7	3,3	–2,8	–0,3	2,1	3,3	3,3	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,9	0,4	1,6	1,9	2,0	0,4	0,4	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**–0,5**	**7,2**	**1,5**	**4,5**	**7,3**	**7,2**	**7,2**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

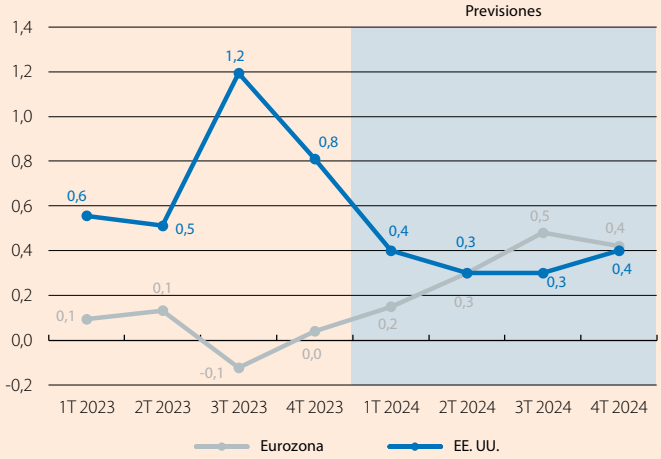
	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	12/23	01/24	02/24
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	6,4	–2,3	0,5	–2,1	–2,6	–2,3	–2,3	–1,1	...
A la vista y ahorro	7,3	–14,8	–3,1	–9,0	–9,4	–14,8	–14,8	–15,2	...
A plazo y preaviso	5,2	14,8	5,4	7,5	6,9	14,8	14,8	17,8	...
Depósitos de AA. PP.	12,4	–12,4	11,1	1,4	5,5	–12,4	–12,4	–22,5	...
TOTAL	**6,5**	**–2,6**	**0,8**	**–2,0**	**–2,4**	**–2,6**	**–2,6**	**–1,7**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	1,7	–1,5	0,0	–1,2	–1,8	–1,5	–1,5	–1,4	...
Empresas no financieras	–0,6	–2,1	–2,1	–3,5	–3,5	–2,1	–2,1	–2,5	...
Hogares - viviendas	3,2	–1,4	1,5	0,1	–0,9	–1,4	–1,4	–1,4	...
Hogares - otras finalidades	2,9	0,2	0,0	0,4	–0,8	0,2	0,2	1,6	...
Administraciones públicas	–2,7	–5,5	–2,0	0,6	–1,4	–5,5	–5,5	–4,0	...
TOTAL	**1,6**	**–1,6**	**–0,1**	**–1,1**	**–1,8**	**–1,6**	**–1,6**	**–1,5**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**3,0**	**...**	**3,1**	**3,1**	**2,9**	**...**	**–**	**–**	**–**

Notas: *1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulizaciones. 2. Dato fin del periodo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.*

Nuevo escenario económico para la economía internacional

En los últimos trimestres, la economía mundial ha mostrado una notable resiliencia y estimamos que podría haber crecido en 2023 cerca de un 3,0%. Uno de los principales motores del crecimiento el pasado año fue EE. UU., que hizo gala de un notable dinamismo que le ha llevado a batir todas las expectativas. Lejos quedan los escenarios en los que se anticipaba que el tensionamiento monetario en un contexto de ausencia de estímulos fiscales arrastraría a la economía a la recesión, posibilidad que incluso llegó a plantear la Fed. La realidad es que el PIB de EE. UU. alcanzó un crecimiento intertrimestal medio del 0,8% (por encima de su media de largo plazo pre-COVID), con una segunda mitad de año excepcional, que situó el avance del PIB en el conjunto de 2023 en el 2,5%, frente al 0,5% que se preveía a comienzos del pasado año. Este dinamismo de la economía ha obligado a cambiar completamente el discurso y hay quienes incluso defienden un *no landing* de la economía americana. Nuestra postura es algo más conservadora y seguimos anticipando una desaceleración durante todo el año hasta ritmos intertrimestrales entre el 0,3%-0,4%, algo por debajo de su potencial. Con todo, el «efecto arrastre» de una segunda mitad de 2023 especialmente dinámica sumado a un inicio de año más expansivo de lo inicialmente estimado nos llevan a revisar el crecimiento para 2024 hasta el 2,2%, casi 1,4 p. p. por encima de la previsión inicial.

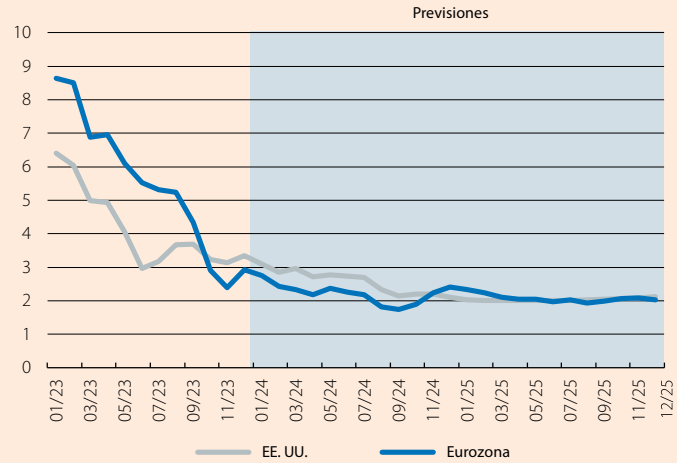
PIB: eurozona y EE. UU.
Variación intertrimestral (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del Bureau of Labor Statistics.*

Es factible que durante este año el consumo privado, gran motor del crecimiento en 2023, pierda algo de dinamismo, dado que el colchón de ahorro extra acumulado durante la pandemia prácticamente se ha agotado: de alcanzar más de un 8,0% del PIB a finales de 2021, actualmente apenas supone un 0,7%. Además, es probable que el mercado de trabajo empiece a «normalizarse» de forma ordenada con una generación de empleo inferior a la actual, más en consonancia con una economía creciendo a menor ritmo y con un desempleo muy bajo. También cabría esperar un enfriamiento del gasto público, dada la necesidad de controlar la evolución de unos déficits fiscales en aumento (superior al –8,0% del PIB en 2023, según estimaciones del FMI), que en los próximos años seguirán bastante lastrados por la presión del envejecimiento poblacional sobre el gasto público y la fuerte carga de intereses generada por una deuda pública en máximos históricos (por encima del 123% del PIB en 2023, según el FMI). Sin embargo, parte de la pérdida de empuje que anticipamos para el consumo total se compensará con una inversión, sobre todo la residencial, que se beneficiaría de un entorno de tipos más bajos.

IPC: eurozona y EE. UU.
Variación interanual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y del Bureau of Labor Statistics.*

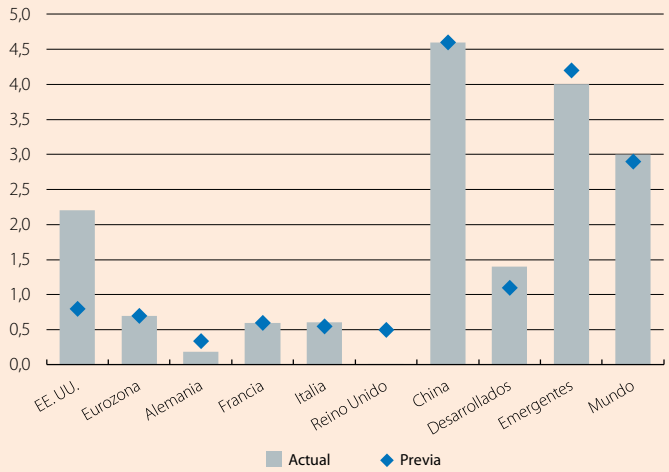
En este contexto de tímido enfriamiento de la economía estadounidense, la inflación está convergiendo al 2,0%, algo más lentamente de lo esperado debido a la resistencia a la baja que están mostrando las medidas subyacentes de inflación, en especial el componente *shelter* (véase la Nota Breve) que pesa más del 40% de la inflación núcleo y se mueve con rezago. Con todo, seguimos apostando por una inflación en descenso, pese a repuntes que se puedan producir de forma puntual y transitoria (véase el Focus «La última milla de la inflación en EE. UU.» en este mismo informe).

Respecto de la eurozona, las expectativas siguen apuntando a una marcada debilidad: a un final de 2023 en el que se evita, por la mínima, un episodio de «recesión» técnica, se añade un comienzo de año que sigue siendo débil (véase la coyuntura de Internacional). Esta apatía es más marcada en Alemania y Francia, donde sus respectivos gobiernos revisaron en febrero notablemente a la baja sus previsiones de crecimiento para 2024: hasta el

0,2%, desde el 1,3%, el alemán; y hasta el 1,0%, desde el 1,4%, el francés. Nuestro escenario siempre ha sido bastante cauto y venimos señalando las dificultades de la economía de la eurozona para recuperar ritmos de crecimiento cercanos a su potencial, con un inicio de 2024 de práctico estancamiento.

Previsiones de crecimiento del PIB en 2024

Crecimiento anual (%)



Fuente: *CaixaBank Research.*

Con todo, seguimos confiando en la capacidad de recuperación de la economía de la eurozona, especialmente a partir del verano: el consumo y la inversión se verán favorecidos por el descenso que anticipamos para la inflación y los tipos de interés. Además, también hay que tener en cuenta el impacto positivo que tendrá sobre el crecimiento la ejecución de los fondos europeos que aún restan por desembolsar: la Comisión estima que este año se concederán otros 100.000 millones de euros de los fondos NGEU, tras haberse distribuido ya desde 2021 unos 290.000 millones (menos del 35% del total). La Comisión estima que, gracias a los fondos NGEU, el PIB real de la UE sería en 2026 un 1,4% más elevado de lo que sería en un escenario sin estos fondos. Todos estos factores ayudarán a compensar un impulso fiscal que será menor que en años anteriores, ya que, tras años de políticas fiscales muy expansivas para contrarrestar el impacto de la COVID y la guerra en Ucrania, se reactivó el 1 de enero el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, por lo que los gobiernos deben empezar a ajustar gradualmente sus políticas fiscales para ir convergiendo a los objetivos de medio plazo de déficit y deuda del 3,0% y del 60% del PIB, respectivamente.

En consecuencia, mantenemos prácticamente sin cambios el crecimiento previsto en la eurozona para 2024 en el 0,7%, con ajustes a la baja mínimos en la previsión para Alemania (–0,1 p. p., hasta el 0,2%), que se ven compensados por revisiones marginales al alza en Italia y Francia (hasta el 0,6%, en ambos casos) y por el sustancial dinamismo que seguimos viendo para la economía de España (+0,5 p. p., hasta el 1,9%) (véase el artículo «Nuevo escenario económico: la economía española encara 2024 con mejores perspectivas», en este mismo Dossier). Con todo, los riesgos para estas previsiones se concentran a la baja, con Alemania como principal foco de incertidumbre. Su sector industrial sigue arrastrando la pérdida de competitividad y el aumento de costes asociados a unos precios del gas que, pese a moderarse, siguen duplicando los niveles en los que cotizaba antes de la guerra, en un contexto de caída de las exportaciones por la desaceleración económica global.

En este contexto de apatía económica, y después de una fuerte bajada de la inflación en 2023, tanto en la general (se situó en el 5,4%, tras un 8,4% en 2022) como en la núcleo (4,9% *vs.* 3,9% en 2022), seguimos esperando que la inflación descienda a lo largo de 2024. De hecho, los buenos datos de finales de 2023 y el descenso en los precios futuros de la energía que barajan los mercados nos llevan a rebajar la previsión en 2024 para la inflación general hasta el 2,2% (3,1% previo) y para la núcleo, hasta el 2,6% (3,0% previo).

Perspectivas globales

La mejora de la previsión de crecimiento de EE. UU. explica que hayamos elevado el avance estimado en 2024 para el conjunto de las economías desarrolladas en 0,4 p. p., hasta el 1,4%, tras el 1,6% de 2023. Para las emergentes, por su parte, recortamos en 0,2 p. p., hasta el 4,0%, el crecimiento estimado para 2024 (4,0% previsto en 2023), y prácticamente mantenemos sin cambios la previsión para los BRIC, Turquía y México; si bien, al celebrarse elecciones presidenciales o parlamentarias a lo largo del año en la India, México y Rusia, los datos podrían presentar una volatilidad mayor de la habitual. En consecuencia, el crecimiento del mundo (agregado en términos de paridad de poder adquisitivo) en 2024 se revisa en 0,1 p. p., hasta el 3,0%, igualando así el crecimiento que se espera que se haya alcanzado en 2023. Respecto a la inflación en 2024, las revisiones son mucho más modestas: mantenemos prácticamente sin cambios la inflación prevista en el mundo en el 5,2%, puesto que la revisión a la baja en 0,2 p. p., hasta el 2,5% para el bloque de desarrollados, prácticamente se compensa por la revisión al alza en algo más de 0,1 p. p., hasta el 7,2%, de la inflación para el bloque de emergentes. Buena parte de estas previsiones se basan en un escenario de energía bastante contenido, en el que no contemplamos graves tensiones entre oferta y demanda en el horizonte de previsión. De hecho, para los precios del crudo, anticipamos una modesta senda descendente que les llevaría a cotizar en torno a 78 dólares por barril en diciembre de 2024 (sin cambios relevantes respecto al escenario anterior), mientras que para los precios del gas vemos factible que cierre el año cotizando cerca de 35 euros/MWh, casi 18 euros por debajo de lo estimado anteriormente.

Perspectivas de política monetaria

Como ya hemos mencionado, unos tipos de interés a la baja son una de las claves para las perspectivas de actividad económica, sobre todo en las economías avanzadas. La fuerte bajada de la inflación a lo largo de 2023 y la expectativa de que, aunque de forma más gradual, los precios sigan desacelerándose en 2024 abren la puerta a que la Fed y el BCE empiecen a bajar tipos en los próximos trimestres. Nuestra previsión es que los primeros recortes lleguen en junio y, dado el poder comunicativo de esta primera bajada, tengan continuidad en los siguientes meses. Sin embargo, tras más de dos años con inflaciones significativamente por encima del objetivo del 2%, y en un contexto de solidez del mercado laboral a ambos lados del Atlántico, pensamos que tanto la Fed como el BCE mantendrán un sesgo antiinflacionista y, salvo cambios en el escenario, preferirán una senda de bajadas bastante graduales. Así, nuestras previsiones contemplan 100 p. b. de recortes de la Fed y el BCE en el conjunto del año, cerrando 2024 con el *fed fund* en el 4,50% y un *depo* en el 3,00%, respectivamente.

Rita Sánchez Soliva

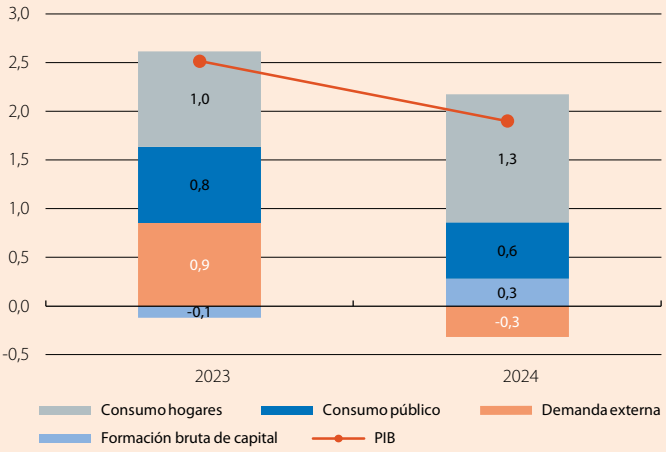
Nuevo escenario económico: la economía española encara 2024 con mejores perspectivas

Pasados cinco meses desde la última actualización del escenario macroeconómico, incorporamos la nueva información disponible y volvemos a examinar los principales factores que dominan el escenario.

¿Cuál es la situación de partida?

La economía española ha superado nuestras expectativas en el tramo final de 2023. A pesar del aumento de los tipos de interés, el crecimiento promedio en la segunda mitad de 2023 se mantuvo prácticamente invariado respecto al de la primera mitad (0,5% intertrimestral). Este éxito se atribuye, por un lado, al notable repunte del consumo privado en el 3T, impulsado por la fortaleza del mercado laboral y la moderación de la inflación. Por otro lado, el crecimiento del PIB en el 4T sorprendió al alza y alcanzó el 0,6% intertrimestral, muy por encima del de la eurozona (0,0% intertrimestral). Aunque hay algunos rasgos no tan positivos en el patrón de crecimiento, como la fuerte dependencia del crecimiento al consumo público y la debilidad en la inversión, no se puede desdeñar un desempeño así en un entorno económico tan desafiante.

España: contribución al crecimiento del PIB
(p. p.)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

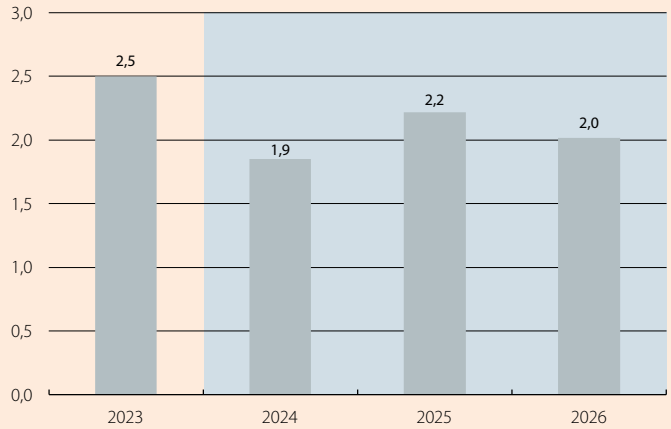
Asimismo, los datos de inflación también fueron mejor de lo esperado. En septiembre de 2023, nuestro pronóstico para finales de año de la inflación general y la núcleo (que excluye energía y alimentos) era del 4,0% y el 3,9%, respectivamente, pero el dato final fue muy inferior, del 3,1% y el 3,2%, respectivamente. Esta desviación se explica por la moderación del precio del petróleo que tuvo lugar a partir de noviembre y a una caída más pronunciada de lo previsto de la inflación en bienes industriales.

Así pues, 2024 comienza desde unos niveles de actividad más altos y con un proceso de desinflación más avanzado de lo esperado.

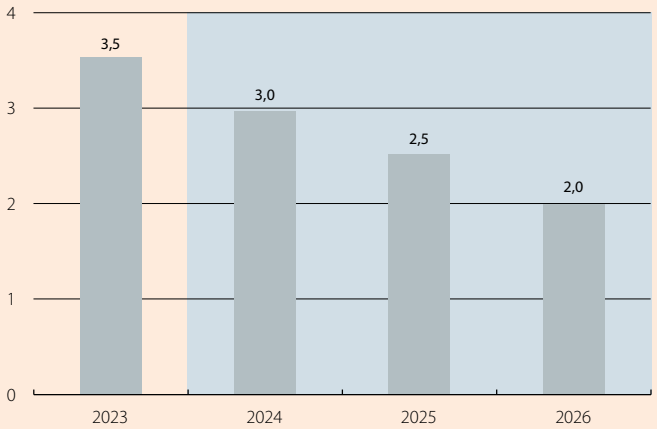
Cambios en los supuestos subyacentes del escenario

Del mismo modo que en España, los datos de inflación de la eurozona también sorprendieron en positivo en la segunda mitad de 2023. Si en julio de 2023, la inflación general y la núcleo en la eurozona se emplazaban en el 5,3% y el 5,5%, respectivamente,

España: PIB
Variación anual (%)



España: inflación
Variación anual (%)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE y previsiones de CaixaBank Research.*

en diciembre habían descendido hasta el 2,9% y el 3,4%, respectivamente, una bajada de más de 2 p. p. en ambos casos en menos de seis meses. Esta trayectoria ha propiciado un vuelco en las expectativas de mercado sobre los tipos de interés. Si a finales de septiembre de 2023 los mercados cotizaban dos bajadas de 25 p. b. para el 2024, a mediados de febrero de 2024 estaban cotizando cuatro o cinco bajadas de tipos.

Nuestro nuevo escenario prevé una caída sostenida pero gradual de la inflación de la eurozona a lo largo de 2024, con valores que aún estarán por encima pero cerca del 2% a finales de año. Esto nos lleva a adelantar la primera bajada de tipos de septiembre de 2024 a junio de 2024. Con la de junio, prevemos que el BCE realice hasta cuatro bajadas de tipos en 2024 (*depo* al 3,0% en diciembre de 2024) y tres más en 2025. Pensamos que el BCE preferirá acumular evidencia de que las dinámicas de desinflación están bien asentadas antes de empezar a bajar tipos.

En cuanto al precio del petróleo, la conjunción de unas expectativas de menor incremento de la demanda, en gran medida por el menor crecimiento de China, junto con unas perspectivas de mayor crecimiento de la oferta por parte de los países que no forman parte de la OPEC, nos llevan a revisar la senda de precios del crudo ligeramente a la baja en 2024, de un precio promedio de 82 dólares/barril a uno de 79 dólares/barril. Un cambio modesto que tiene un impacto limitado sobre nuestra economía. En lo que respecta al gas, la evolución de los precios en Europa también ha sido más favorable de lo que preveíamos hace unos meses y ahora contemplamos que se sitúen en torno a un promedio de 30 euros/MWh en 2024, en línea con lo que apuntan los mercados de futuros del TTF.

Perspectivas macroeconómicas

Tras crecer un 2,5% en 2023, prevemos que la economía española modere el ritmo de crecimiento en 2024. En primer lugar, por la subida de tipos que se ha producido desde 2022, cuyo impacto máximo estimamos que abarca el tramo final de 2023 y los primeros compases de 2024. Y, en segundo lugar, por la pérdida de tracción del sector exterior, que acusa la debilidad de nuestros socios comerciales europeos y no podrá seguir beneficiándose de los fuertes registros de crecimiento del sector turístico que ya opera en cotas superiores a las de 2019.[1] Con todo, prevemos que el año irá de menos a más. A medida que el impacto de los mayores tipos de interés se vaya desvaneciendo, la economía se beneficie de unas menores tasas de inflación, nos adentremos en la fase bajista del ciclo de política monetaria y el impacto de la ejecución de los fondos NGEU vaya cogiendo más tracción, el ritmo de crecimiento de nuestra economía debería coger más fuerza. En su conjunto, prevemos que el PIB crezca un 1,9% en 2024 (1,4% según previsión anterior) y que acelere hasta el 2,2% en 2025 (2,0% según previsión anterior).

En 2024, se prevé que la demanda interna sea el motor de crecimiento, impulsada por el consumo privado, que se beneficiará de la moderación de la inflación, del mayor aumento demográfico (muy ligado a los mayores flujos de inmigración) y de un crecimiento robusto de los ingresos, fruto del incremento del empleo (del 1,9%) y de cierta recuperación del poder adquisitivo de los salarios. De este modo, prevemos que el consumo privado crezca un 2,4% en 2024, por encima del 1,7% que se registró en 2023. Por su parte, tal y como mencionábamos anteriormente, prevemos un comportamiento más modesto de la demanda externa, asociado al débil crecimiento de nuestros principales socios comerciales.

Por el lado de la inflación, prevemos que las dinámicas subyacentes serán de moderación, en consonancia con lo observado en el último tramo de 2023. Sin embargo, la retirada gradual de las medidas fiscales (bonificación del IVA en electricidad, gas y alimentos) enmascarará un poco esta tendencia de fondo de moderación. Así, si bien prevemos que la inflación general baje del 3,5% en 2023 al 3,0% en 2024, la núcleo caerá con mayor intensidad, desde el 4,4% en 2023 al 2,5% en 2024. La marcada moderación de la inflación núcleo se explica por el agotamiento del proceso de traslación del aumento de costes de los insumos a los precios de productos y servicios finales (incluso puede empezar a haber algo de reversión de este proceso) y, también, por un escaso impacto de los llamados efectos de segunda ronda (el impacto sobre la inflación que proviene del aumento de los costes salariales y los márgenes). Los datos disponibles de convenios salariales, que muestran una caída de la variación salarial media pactada en convenio del 3,5% a diciembre de 2023 al 2,8% a enero de 2024, apoyan esta valoración.

Finalmente, a pesar de la moderación del crecimiento, se espera que el mercado laboral siga generando empleo. Este aumento del empleo debería permitir un descenso continuado de la tasa de paro, aunque este descenso será moderado debido a la revisión al alza del crecimiento de la población activa, muy influido por los mayores flujos de inmigración observados desde el año pasado. De este modo, prevemos que la tasa de paro pase del 12,1% en 2023 al 11,8% en 2024 y al 11,4% en 2025.

1. El sector turístico tiene unas buenas perspectivas de cara a 2024, tal y como se expone en el Informe Sectorial de Turismo, pero el crecimiento tenderá a normalizarse después de un par de años excepcionales.

Son múltiples los riesgos que rodean nuestro escenario, aunque en esta ocasión identificamos tanto riesgos alcistas como bajistas. Por el lado alcista, aunque prevemos que el consumo privado crezca a un ritmo notable en 2024 (2,4%), la robustez de la evolución de los ingresos se traducirá en una moderación muy leve de la tasa de ahorro, del 10,6% previsto para 2023 al 10,2% en 2024.[2] La caída de la tasa de ahorro es suficientemente pequeña como para que haya margen para ver un crecimiento del consumo privado aún mayor del que incorpora nuestro escenario. Asimismo, nuestro escenario tiene unos supuestos sobre el impacto de los fondos europeos relativamente conservadores y podría ser más elevado. Por el lado bajista, destacamos principalmente el delicado entorno geopolítico internacional. Si, por ejemplo, el conflicto entre Israel y Hamás escalara, podríamos ver repuntes importantes del precio de la energía y mayores disrupciones sobre las cadenas logísticas globales.

En definitiva, salvo sorpresa, la economía se encuentra encarando la recta final del ciclo inflacionista que se inició en 2021 con las disrupciones de las cadenas logísticas globales en un mundo que salía de la pandemia y las presiones sobre el precio del gas en la antesala de la invasión de Ucrania. La convergencia gradual de la inflación al objetivo del 2% y el desvanecimiento del impacto de la subida de los tipos de interés deberían dar un impulso a nuestra economía. Sin embargo, más allá de estos vientos de cola temporales, será necesario volver la mirada hacia los retos estructurales de nuestra economía, fundamentalmente el bajo nivel de inversión y la falta de crecimiento de la productividad.

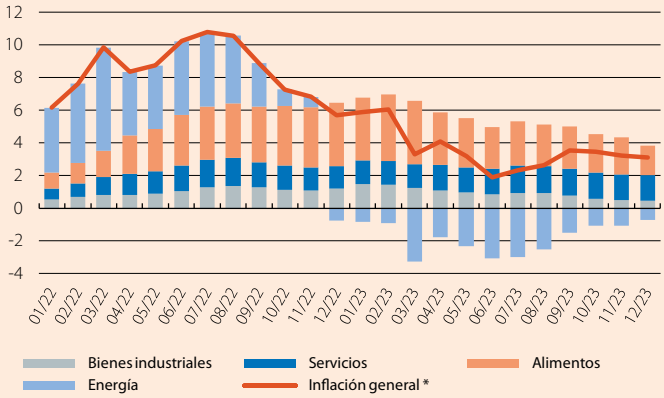
Oriol Carreras

2. El promedio histórico de la tasa de ahorro entre 1999 y 2019 es del 8,3%.

InflaciON, inflaciOFF: perspectivas para 2024

La economía española lleva meses inmersa en un proceso de moderación de las presiones inflacionistas. Después de situarse a mediados de 2022 en máximos no vistos desde la década de los años ochenta, la inflación cerró 2023 en el 3,1%. Esta corrección se ha debido en gran parte al desvanecimiento del *shock* energético exacerbado por la guerra en Ucrania. De hecho, como podemos observar en el primer gráfico, la contribución del componente energético al IPC fue negativa durante todos los meses del año pasado, en gran medida gracias a la fuerte corrección de los precios de la electricidad.[1] Por el contrario, en 2023 los alimentos fueron el componente con mayor repercusión en la inflación general, si bien redujeron su contribución a lo largo del año seguidos de los servicios.

España: contribución a la inflación por componentes
(p. p. y %)



Nota: ** Variación interanual.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Evolución de los principales indicadores de costes

¿Qué dinámicas esperamos para la inflación estos próximos meses? En la tabla, se muestran nuestras nuevas previsiones y, como se puede observar, esperamos que la inflación general se sitúe alrededor del 3,0% en promedio este año, para ir disminuyendo gradualmente durante el año que viene hasta converger plenamente en el 2,0% de media en 2026.

El hecho de que la inflación núcleo (que excluye energía y todos los alimentos) se sitúe por debajo de la inflación general en 2024 nos indica que energía y alimentos serán los componentes que limitarán el descenso de la inflación.

En lo que a alimentos respecta, prevemos un notable descenso de las tasas de inflación, del 11,1% de media anual en 2023 al 3,8% en 2024. En parte, ello es resultado de un efecto base, producto de las fuertes subidas del año pasado, que tira la inflación a la baja.[2] Además, como podemos ver en el segundo gráfico, los datos de costes agrícolas llevan varios meses con una tasa de variación interanual en negativo, lo que debería aliviar las presiones sobre los precios de los alimentos.[3]

Previsiones de inflación y contribución por componentes
Variación interanual (inflación, %) y contribuciones en p. p.

	2023	Contrib.	2024	Contrib.	2025	Contrib.	2026	Contrib.
Inflación general	3,5		3,0		2,5		2,0	
Inflación subyacente (sin alimentos no procesados ni energía)	6,0	4,6	2,7	2,2	2,5	2,1	2,2	1,8
Inflación núcleo (sin alimentos ni energía)	4,4	2,6	2,5	1,7	2,4	1,6	2,1	1,4
Alimentos	11,1	2,9	3,8	0,9	3,3	0,8	2,6	0,6
Energía	–16,3	–1,9	3,1	0,4	1,4	0,1	–0,3	0,0

Fuente: *Previsiones de CaixaBank Research.*

El componente energético, por su parte, ya anotó una importante corrección el año pasado y todo apunta a que los precios de la energía se mantendrán contenidos este año. En concreto, esperamos que el precio del barril de Brent se sitúe en un promedio de 79 dólares para 2024, 2 dólares por debajo de lo que esperábamos en nuestro escenario de previsiones anterior. En el caso del gas natural, el precio del TTF, la principal referencia europea, esperamos que se sitúe alrededor de los 30 euros/MWh, 20 euros menos que en el escenario anterior. De mantenerse estos precios del petróleo, el componente de carburantes del IPC se mantendría por segundo año en terreno negativo. En cuanto al componente eléctrico del IPC, cabe esperar que el efecto favorable por los bajos precios del gas se vea contrarrestado por las subidas de impuestos planeadas.

En cuanto a la inflación núcleo (que excluye energía y alimentos), hay tres factores que nos hacen ser optimistas. En primer lugar, la fuerte moderación de las tasas de inflación de la energía y los alimentos respecto al punto álgido de la crisis energética reduce la posibilidad de que haya una transmisión hacia la inflación núcleo. En segundo lugar, los índices generales de precios industriales que publica el INE se encuentran desde hace meses en terreno negativo. Y, en tercer lugar, según el Indicador de Salarios de CaixaBank, el crecimiento de los salarios del sector privado se ha estabilizado alrededor del 4% interanual. La evolución de estos

1. En 2023, el precio de la tarifa regulada PVPC descendió de media un 48% respecto a 2022.
2. Véase el Focus «Los efectos base de la inflación en 2023: ¿son relevantes?», en el IM03/2023.
3. Véase el Focus «La importancia de los costes intermedios en las dinámicas de la inflación en España», en el IM01/2024.

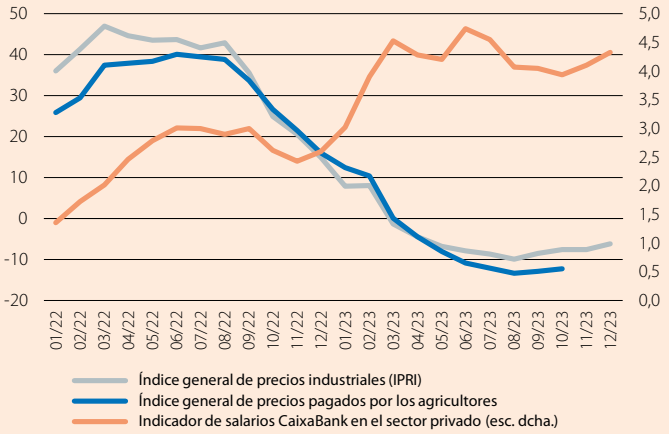
dos últimos indicadores (véase el segundo gráfico) apunta a que los efectos indirectos del encarecimiento de los costes intermedios ya se han completado y no parecen indicar que se vayan a producir efectos de segunda ronda significativos.

Impacto de la retirada de las medidas fiscales

En enero de 2024, el Congreso convalidó un decreto para extender las medidas fiscales implantadas en el periodo 2022-2023 para mitigar el impacto de la inflación. Esta prórroga supone una retirada progresiva de los recortes impositivos aplicados a distintos productos y, por lo tanto, esperamos que tenga un impacto al alza en la inflación.[4]

España: indicadores de costes

Variación interanual (%) *Variación interanual (%)*



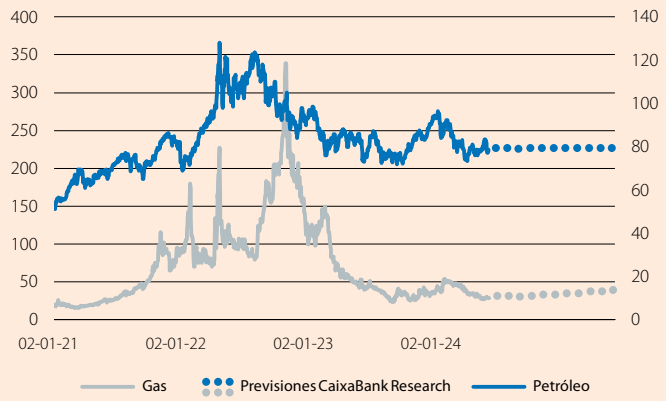
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos internos y del INE.*

En el contexto actual de desinflación, la retirada de las medidas puede dar lugar a efectos escalón, es decir, subidas de precios puntuales en los meses en los que se suban los tipos impositivos. En enero de 2024, ya pudimos observar un primer repunte de la inflación provocado por la retirada de algunas de las medidas fiscales. En concreto, el IPC eléctrico subió un 9,6% interanual (26,9 p. p. más que en diciembre). En lo que queda de año, este componente estará marcado por unas tasas de inflación relativamente altas. Asimismo, debido a que los precios en el mercado eléctrico mayorista han bajado más rápido de lo previsto, el IVA de la electricidad subirá al 21% en marzo. Sin embargo, el tipo impositivo podría volver a situarse en el 10% en los meses siguientes, dependiendo del precio en el mercado mayorista (hasta diciembre de 2024). Aun así, nuestra previsión es que con los bajos precios del gas natural para finales de 2025, el IPC de la energía debería estabilizarse por debajo del 2%. El otro componente afectado por las medidas fiscales es el de los alimentos. En este caso, nuestra previsión para 2024 es que se produzca un pico puntual de inflación en junio de 2024, coincidiendo con la subida del IVA a los productos básicos.

La retirada gradual y parcial de las medidas fiscales permitirá que el impacto sobre la inflación sea más reducido y escalonado que si se hubieran retirado completamente a comienzos de año. De hecho, estimamos que, si la retirada del conjunto de medidas se hubiera producido de forma súbita en enero de 2024, su contribución alcista sobre la inflación promedio de este año hubiera sido de alrededor de 1 p. p. En cambio, con esta retirada más gradual de las medidas, estimamos que el impacto sobre la inflación de 2024 será algo menor, de 0,6 p. p.

Precios del gas natural TTF y del petróleo Brent

(euros/MWh) *(dólares/barril)*



Nota: *Gas natural (esc. izda.) y petróleo (esc. dcha.).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

De cara a 2025, esperamos que la inflación se sitúe en promedio anual en el 2,5%, si bien a finales de año ya prevemos que se aproxime al 2,0%. Hay dos factores que limitarán la corrección de la inflación durante 2025. En primer lugar, la inflación de los servicios, cuyo proceso de moderación de precios suele dilatarse más en el tiempo, se mantendrá elevada durante todo el año. Por otro lado, el aplazamiento de la restauración de los tipos impositivos supone trasladar a 2025 parte de la inflación asociada a la retirada de las medidas. En un escenario alternativo en el que todas las medidas se hubieran retirado en enero de 2024, nuestras estimaciones indican que la inflación promedio en 2025 sería del 2,0%. Algunos factores de carácter geopolítico, como, por ejemplo, las tensiones en el mar Rojo, también podrían suponer riesgos al alza por el posible incremento de los precios de las materias primas energéticas si la situación escalara.

Zoel Martín Vilató

4. En enero de 2024, ya hubo una primera subida del IVA del gas y la electricidad del 5% al 10%. El IVA del gas volverá a su tipo habitual del 21% el 31 de marzo, mientras que el de la electricidad volverá al 21% el 31 de diciembre como muy tarde (o antes, de forma puntual, tras los meses que el precio de la electricidad esté por debajo de 45 euros/MWh en el mercado mayorista, algo que sucederá este mismo mes de marzo). El impuesto especial de la electricidad y el impuesto sobre el valor de la producción de energía eléctrica volverán a su tipo habitual del 5,11% y del 7%, respectivamente, progresivamente en el 1S 2024. El IVA de los alimentos básicos volverá a su tipo habitual a partir del 30 de junio. La bonificación en el descuento de los transportes se ha extendido a todo 2024.

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: www.caixabankresearch.com

Te recomendamos:

Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.

Monitor de consumo

Análisis mensual de la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto de no clientes en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank.

Flash de divisas

Informe *flash* sobre la evolución del tipo de cambio del euro con las principales divisas: dólar estadounidense, libra esterlina, yen japonés y yuan chino. Ofrece un análisis técnico, estructural y predictivo.

Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2024

Hacemos balance de un 2023 más positivo de lo esperado en el sector inmobiliario y ofrecemos nuestras previsiones para 2024-2025. También analizamos el papel de la demografía en la demanda de vivienda en España, las perspectivas para el mercado inmobiliario comercial español y la evolución de los mercados inmobiliarios de las principales economías avanzadas.

Informe Sectorial de Turismo 1S 2024

Tras el fuerte bache que supuso la pandemia para el sector, la recuperación del turismo internacional en España se puede dar por prácticamente completada. Entre los 10 principales receptores mundiales de turismo, España ha sido el segundo destino en superar el número de turistas internacionales pre-COVID.

Informe Sectorial Agroalimentario 2023

El sector agroalimentario español está sufriendo los efectos de la sequía prolongada y la fuerte alza de los costes de producción. Aun así, el sector ha mostrado una tendencia de crecimiento moderado que prevemos que se mantenga en los próximos trimestres.

Síguenos en: www.caixabankresearch.com @CABK_Research Newsletter CaixaBank

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2024
© Banco BPI, 2024

Diseño y producción: www.cegeglobal.com
Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

CaixaBank
Research

ELEMENTAL
CHLORINE
FREE
GUARANTEED

FSC
www.fsc.org
MIXTO
Papel procedente de
fuentes responsables
FSC® C015618