

IM04

INFORME MENSUAL
NÚMERO 488 | ABRIL 2024



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

El petróleo en la «era» de la descarbonización

ECONOMÍA INTERNACIONAL

La percepción de la economía y sus paradojas

ECONOMÍA ESPAÑOLA

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El crecimiento potencial del PIB de España a medio plazo

Innovación en España: algo por debajo de la UE

La economía española sigue reduciendo su deuda externa

La balanza de rentas se resiente de la subida de tipos de interés

Un año excepcional para el sector de la restauración en España

INFORME MENSUAL

Abril 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*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

[e-mercados/mercados-financeiros](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

5 de abril de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

- 9 *El petróleo en la «era» de la descarbonización*
Beatriz Villafranca

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 14 *La percepción de la economía y sus paradojas*

18 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 20 *El crecimiento potencial del PIB de España a medio plazo*
Oriol Carreras
- 23 *Innovación en España: algo por debajo de la UE*
Javier García Arenas
- 24 *La economía española sigue reduciendo su deuda externa*
Sergio Díaz Valverde
- 26 *La balanza de rentas se resiente de la subida de tipos de interés*
Erik Solé Vives
- 28 *Un año excepcional para el sector de la restauración en España*
Pedro Álvarez Ondina y Alberto Graziano

31 ECONOMÍA PORTUGUESA

Las dos caras de la economía española

La economía española lleva varios trimestres sorprendiendo positivamente y podría seguir haciéndolo. En un contexto económico y geopolítico adverso que afectó negativamente a muchas economías, el crecimiento del PIB de España cerró 2023 muy por encima de lo esperado y superando al de la mayoría de los países desarrollados, y hoy ya se sitúa un 2,9% por encima del registro de 2019, en consonancia con el conjunto de la eurozona. Un desempeño remarcable que hemos venido subrayando en las páginas de nuestro *Informe Mensual*.

A pesar de los buenos datos, 2024 comenzó con el augurio de que el crecimiento de la economía probablemente se desaceleraría a principios de año, ganando tracción poco a poco, especialmente durante el segundo semestre. El fin de las presiones inflacionistas y la esperada reducción de los tipos de interés deberían facilitar-lo. Sin embargo, las sorpresas positivas no cesan. Los indicadores de actividad no dan síntomas de flaqueza y el mercado laboral tampoco, más bien lo contrario. En el 1T 2024, el número de afiliados a la Seguridad Social creció un 0,7% intertrimestral, casi el doble de lo que creció en el último tramo del año pasado. De hecho, el ritmo de creación de empleo es el mismo que se registró en el 1T 2023. Entonces el PIB creció un 0,5% intertrimestral; para el 1T 2024, el escenario de previsiones de CaixaBank Research contempla un avance del 0,3%, así que parece que los riesgos se sitúan ligeramente al alza.

Más allá de los datos de crecimiento agregados y de la lectura de los indicadores de corto plazo, cabe seguir recordando que la calidad del crecimiento es tanto o más importante que la cantidad. En este ámbito el mensaje es menos positivo. Una manera sencilla de ilustrarlo es observando la evolución del PIB per cápita. En 2014, cuando España empezó a recuperarse de la crisis financiera e inmobiliaria, el PIB per cápita se encontraba 17 p. p. por debajo del de la eurozona. Esta distancia apenas se recortó los años siguientes y, en 2020, cuando estalló la pandemia, la distancia aumentó de forma súbita y pronunciada hasta los 22 p. p. Desde entonces se ha ido reduciendo, pero todavía se encuentra lejos, 15 p. p. por debajo, concretamente.

El crecimiento de la economía española viene acompañado por un notable aumento de la población, algo que ayuda a que la actividad crezca a nivel agregado. Pero si ello no va de la mano de un aumento de la productividad, es difícil que el PIB per cápita español se acerque al europeo. Más importante aún, es difícil que la población perciba mejoras en el bienestar.

Cuando se evalúa la capacidad de crecimiento de la economía española a medio y largo plazo, el mensaje tampoco invita al optimismo. Un artículo de este informe analiza uno de los factores clave, la capacidad de innovación, y constata que la economía española se encuentra claramente por debajo de sus socios europeos, y que la distancia apenas se ha reducido en los últimos años. La educación, el reducido tamaño empresarial y la innovación aparecen como algunos de los elementos clave en los que mejorar.

En este contexto, no sorprende si se afirma que la capacidad de crecimiento de la economía española podría perder fuelle en los próximos años. Otro artículo de este mes pone cifras a esta afirmación. En especial, estima el crecimiento potencial del PIB a medio plazo y lo emplaza en el 1,3%, en línea con las estimaciones de otras instituciones de referencia. Este es un ritmo de avance inferior al de los últimos años, la tasa de crecimiento promedio entre los años 2000 y 2023 es del 1,7%. De todas formas, el crecimiento podría aumentar si se hacen reformas en algunos ámbitos concretos. Si se consigue reducir la tasa de paro estructural para que se pueda seguir generando empleo en los próximos años, y se recupera la inversión, muy débil desde hace tiempo, el crecimiento podría mantenerse cerca del de las últimas décadas o incluso superarlo. Son las dos caras de la economía española.

Oriol Aspachs
Abril de 2024

Cronología

MARZO 2024

- 13 El BCE ajusta el marco operativo con el que implementa su política monetaria.
- 19 El Banco de Japón sube su tipo de referencia del -0,1% al 0,1%.

ENERO 2023

- 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 °C por encima del promedio de 1850-1900 y récords en los meses de junio, julio, agosto, septiembre y octubre.

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-.

Agenda

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.

MAYO 2024

- 3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (abril).
- 8 España: índice de producción industrial (marzo).
Portugal: empleo y desempleo (1T).
- 16 Portugal: índice de costes laborales (1T).
- 17 España: *rating* Fitch.
Portugal: *rating* Moody's.
Japón: PIB (1T).
- 20 España: comercio exterior (marzo).
- 24 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (marzo).
- 29 Portugal: cartera de crédito y depósitos (abril).
- 30 España: avance del IPC (mayo).
Eurozona: índice de sentimiento económico (mayo).
- 31 España: *rating* DBRS.
Portugal: desglose del PIB (1T).
Portugal: producción industrial (abril).
Eurozona: avance del IPC (mayo).

Los bancos centrales mueven ficha

En un inicio de un año con toda la atención centrada en cómo la Fed y el BCE implementarán el giro en la política monetaria y la sensación de que se puede abrir alguna divergencia temporal en el punto de partida de las bajadas de tipos de interés a ambos lados del Atlántico, durante las últimas semanas se han producido novedades que pueden arrojar algo de luz en el agitado mundo de la política monetaria.

En primer lugar, el Banco Central de Suiza (SNB) se ha unido a la estela de diversas autoridades monetarias de países emergentes (Brasil, Chile, Malasia o Hong Kong) y europeos (Polonia, Hungría o República Checa), al reducir por sorpresa el tipo de interés oficial en 25 p. b. hasta el 1,50%, una vez que la inflación ha alcanzado el objetivo (1,2% en febrero), parece que de manera estable. Además, con este movimiento, el banco central suizo ha conseguido romper a corto plazo la tendencia de apreciación del tipo de cambio, algo importante para una economía que sigue mostrando una elevada debilidad y que tiene un grado de apertura superior al 100% del PIB. Por tanto, a la espera de las decisiones de los dos grandes bancos centrales, ya se ha iniciado el camino de vuelta de la política monetaria global que puede llevar a un recorte en torno a los 100 p. b. en los tipos de interés en los próximos 12 meses.

En este inicio del proceso de relajación monetaria se ha producido un movimiento a contracorriente, al elevar el Banco de Japón (BoJ) el tipo de referencia desde el -0,1% hasta el rango del 0%-0,1% (primera subida desde 2007), además de anunciar el fin de otras medidas no convencionales, como el programa de control de la curva de tipos o las compras de ETF. La decisión solo supone un primer paso hacia la normalización de la política monetaria, pues el endurecimiento de las condiciones financieras ha sido mínimo y se mantendrán las compras de deuda pública. A partir de ahora, lo importante será monitorizar el comportamiento de las tenencias de deuda pública de los inversores japoneses en el exterior (más de un billón de dólares solo en deuda americana), por los efectos que puede tener un movimiento de vuelta a casa en la curva de tipos de interés americana o europea. La decisión del BoJ, además del buen comportamiento reciente de la inflación, también refleja incomodidad con la infravaloración que presenta el yen (entre un 25% y un 30% respecto a las principales divisas), lo que podría llevar a intervenciones cambiarias de no revertirse la situación a corto plazo.

Con esta decisión, se puede dar por cerrada esa anomalía que constituyó la etapa de tipos de interés negativos.

Cuando, precisamente, los bancos centrales implementaron medidas no convencionales para combatir el riesgo de «japonización», caracterizado por: reducción significativa del crecimiento potencial, caída del tipo de interés natural hasta niveles cercanos a cero, descenso continuado de los precios y agotamiento de la efectividad de los instrumentos tradicionales de política monetaria. La realidad es que es demasiado pronto para certificar que la economía japonesa ha dejado atrás de forma definitiva un comportamiento que refleja factores estructurales difíciles de revertir a corto plazo (demografía, etc.). De la misma manera que los bancos centrales de todo el mundo seguirán teniendo en su «caja de herramientas» los instrumentos no convencionales que han tenido que diseñar y utilizar en la última década. En este contexto, el BCE ha anunciado la actualización de los instrumentos y procedimientos con los que cuenta para implementar su estrategia de política monetaria. En el nuevo marco operativo, el tipo *depo* pasará a ser formalmente la referencia principal, la liquidez vendrá determinada por la demanda del sistema financiero, se va a mantener una cartera estructural de bonos, no se producen cambios en el coeficiente de caja y, a partir de septiembre, se reducirá el diferencial entre el tipo de refinanciación y el tipo *depo* hasta 15 p. b. Con todo ello y con nuevas herramientas de reciente creación (TPI), el BCE va a tener los instrumentos adecuados para poder responder de forma flexible al reto que supone el doble objetivo (estabilidad monetaria y financiera) en las aguas turbulentas en las que se seguirá moviendo la política monetaria a medio plazo.

De momento, este año, el reto va a ser gestionar el movimiento hacia una zona más neutral de política monetaria, limitando desajustes importantes en los tipos de cambio si se confirmaran las divergencias en el proceso de ajuste a ambos lados del Atlántico. En el caso del dólar/euro, los niveles actuales no están excesivamente desviados respecto al tipo de cambio de equilibrio, lo que conferirá cierto margen para la discrepancia. Todo ello con un ojo puesto en el riesgo geopolítico y sus efectos potenciales en los precios de la energía, el factor que verdaderamente puede alterar la hoja de ruta. Y, desgraciadamente, en este ámbito las últimas noticias no son positivas, como estaría reflejando el comportamiento del precio del petróleo y de algunos activos refugio tradicionales, como el oro.

José Ramón Díez

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	160,00	156,00
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	3,9	0,7	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	7,7	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	5,6	-2,1	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	2,9	3,6
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	5,5	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	3,5	2,1	5,2	13,2	10,8	4,6	4,6

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	1,8	2,3	2,3
Consumo de las AA. PP.	5,0	1,3	3,4	-0,2	3,8	2,7	1,6
Formación bruta de capital fijo	5,6	-2,0	2,8	2,4	0,8	0,6	3,1
Bienes de equipo	4,9	-0,8	4,4	1,9	-1,6	0,2	3,8
Construcción	5,7	-3,4	0,4	2,6	2,3	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	2,3	0,1	2,1
Importación de bienes y servicios	7,0	-1,0	14,9	7,0	0,3	1,1	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	2,6	2,3	2,5
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,2	0,2	1,9	1,5	1,5	3,3	3,5
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,8	-6,8	-4,7	-3,6	-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	1,0	1,7
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,2	1,9	1,1
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,8	8,1	3,0	2,4	3,3	5,1
Bienes de equipo	3,2	2,0	15,3	5,5	4,1	-	-
Construcción	-1,5	-2,3	7,4	1,3	-0,3	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	4,7	1,4	1,7	2,2
Exportación de bienes y servicios	5,3	2,2	12,3	17,4	4,2	2,6	5,2
Importación de bienes y servicios	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	2,9	5,1
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	1,4	1,2	1,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,4	2,7	2,5	2,7
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	1,2	0,4	0,6

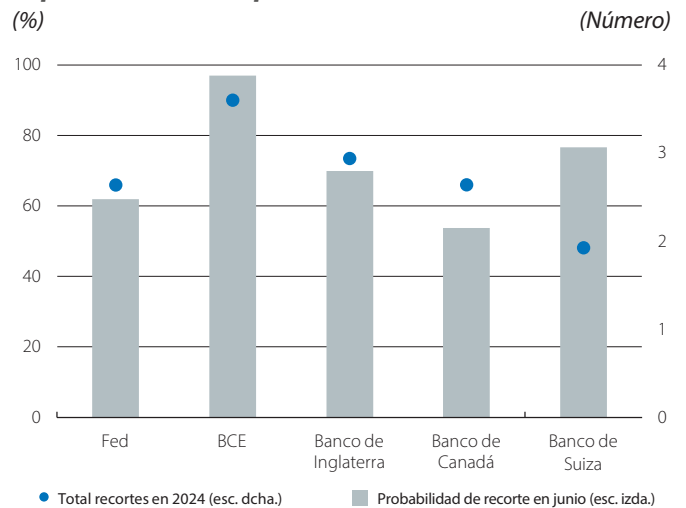
■ Previsiones

Los mercados ponen su mirada en el verano

Continuidad en la narrativa de los mercados financieros. El aplazamiento de las expectativas sobre las bajadas de tipos de interés que comenzó en febrero se extendió a marzo, con los inversores consolidando la idea de que los bancos centrales no tienen tanta prisa en relajar tan pronto las condiciones financieras. La gran diferencia este mes fue que, en marzo, los mercados mostraron una mayor capacidad para discriminar entre regiones según la diferencia en el ritmo de ralentización de la desinflación, así como la divergencia en el dinamismo económico entre las principales economías desarrolladas. Para la eurozona, donde el progreso de la inflación se ha mostrado más favorable y la actividad se mantiene más lastrada, los inversores aumentaron su confianza en la expectativa de que la primera bajada de 25 p. b. vendrá en junio y el BCE recortará un total de tres o cuatro veces en el año. En cambio, para EE. UU., donde la inflación se está mostrando más persistente y se observa un mayor dinamismo en la actividad, los mercados se mostraron más escépticos y progresivamente fueron desplazando la primera bajada de junio a julio, a la vez que redujeron la expectativa de cuatros recortes en el conjunto de 2024 a tan solo tres. Esta continuidad de narrativa dejó un marzo con escasos cambios en las rentabilidades soberanas estadounidenses, que ya habían repuntado de manera notable el mes pasado, y con modestas caídas en la curva alemana a medida que se afianzaba la expectativa de una bajada en junio. Mientras, los activos de riesgo se mantuvieron ajenos a los altos tipos y consolidaron un mes más de ganancias.

Punto de inflexión hacia la distensión de la política monetaria. Tras las reuniones de los principales bancos centrales, se fortaleció la expectativa de que el ciclo monetario global tomará un nuevo rumbo en 2024. De manera muy evidente lo mostró el Banco de Suiza al ser el primero en las economías del G10 en recortar los tipos de interés, en su caso por 25 p. b. del 1,75% al 1,50%. De manera más indirecta lo hicieron también los demás bancos centrales de las principales economías desarrolladas que, aunque no anunciaron cambios en sus tipos de referencia, orquestaron sus mensajes en un tono notablemente más *dovish*. En el caso del Banco de Inglaterra, que mantuvo los tipos en el 5,25%, se tomó como una señal de cambio hacia una postura más acomodaticia el hecho de que esta ha sido la primera reunión en la que ninguno de los nueve miembros votó a favor de una subida adicional. Por su parte, desde el BCE (que dejó el tipo *depo* en el 4,00% y el *refi* en el 4,50%), a pesar de reforzar la cautela y la dependencia de los datos ante la toma de decisiones, el mensaje se articuló alrededor de junio como un mes clave para considerar la bajada. Y, del otro lado del Atlántico, la Fed, que también mantuvo tipos en el rango de 5,25%-5,50%, se mostró confiada sobre el buen progreso de la inflación y con su *dot plot* fue explícita en que anticipa tres recortes en 2024 comenzando en junio. Otro punto de inflexión fue el del Banco de Japón (BoJ), que puso fin al régimen de tipos de interés negativos al anunciar la subida de la referencia a corto plazo del -0,1% al rango de 0,0%-0,1%, además de anunciar el cese de programas de política monetaria no convencionales incluida la compra de ETF y REIT japoneses, así como del control de la curva de tipos. A pesar de que queda un largo camino por recorrer para acercarse al resto de bancos cen-

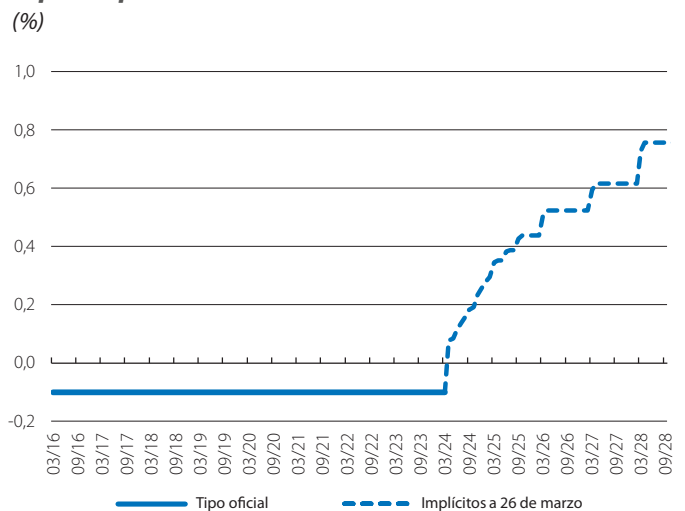
Expectativas sobre política monetaria



Nota: Forwards sobre curvas OIS al 01/04/2024.

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

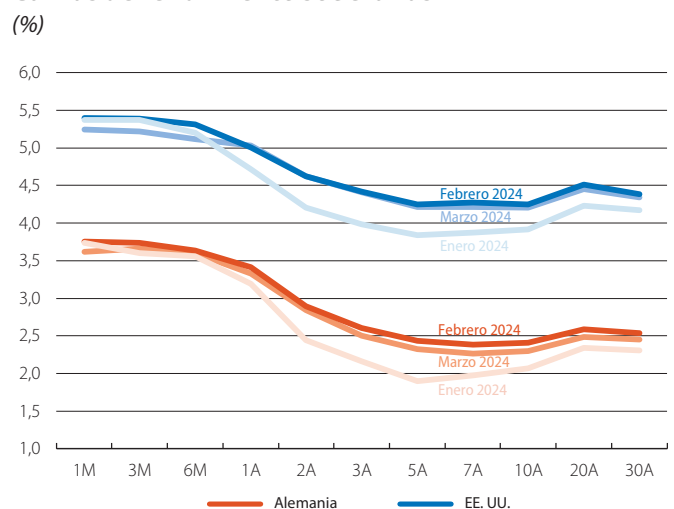
Japón: tipo de interés oficial



Nota: Las líneas discontinuas corresponden a los implícitos de mercado sobre la curva de forwards OIS.

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

Curvas de rendimiento soberanas



Nota: Curvas a fecha de fin de cada mes.

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

trales y el BoJ dio señales de querer avanzar de manera muy cautelosa para mitigar los riesgos que supone una retirada del estímulo, las medidas tomadas marcaron un punto de inflexión hacia el regreso a una política monetaria más convencional.

Las rentabilidades soberanas se mantienen elevadas. En marzo, los mercados de deuda se encontraron ante una coyuntura similar a la del mes pasado, sin grandes cambios en los mensajes de dependencia de datos del BCE, ni cambios sustanciales en el *dot plot* de la Fed, y con una mayor confianza en que el verano será el momento de las primeras bajadas de tipos. Así, los tipos de interés soberanos, tras pasar el mes en búsqueda de una dirección clara, terminaron casi en los mismos niveles que a finales de febrero. Por otro lado, las curvas soberanas de las economías periféricas se contagiaron nuevamente del apetito por el riesgo de los inversores y estrecharon moderadamente sus primas de riesgo, con España beneficiándose de la revisión en la perspectiva del *rating* de la agencia crediticia Moody's de «estable» a «positiva». No fue así el caso de las primas de riesgo francesa e italiana, que mostraron un ligero repunte (+11 p. b. en Italia y +6 p. b. en Francia) a partir de mediados de marzo tras conocerse que sus déficits en 2023 superaron los objetivos fijados por los Gobiernos.

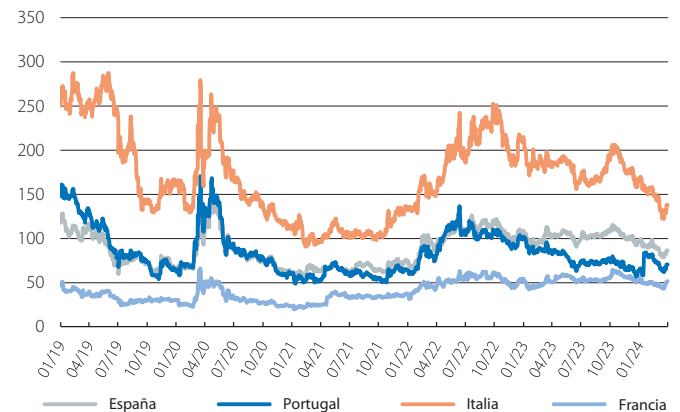
La renta variable continúa alcanzando récords. Las principales bolsas capitalizaron el tono *dovish* de los bancos centrales, y manteniéndose aparentemente ajenas a los elevados tipos de interés, a los riesgos geopolíticos e incluso a las vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial, extendieron un mes más de ganancias. Incluso el S&P 500 en EE. UU. y el Eurostoxx 600 en Europa cerraron el mes de marzo en nuevos máximos históricos. Destacó en la eurozona la bolsa española, con el IBEX 35 apuntándose casi un +11%, espoleada por el sector financiero tras la revisión positiva de Moody's del *rating* de 15 entidades bancarias nacionales tras haber mejorado su perspectiva para España. En Asia, la bolsa japonesa también tocó un récord a pesar de la subida de tipos del banco central, capitalizando el mensaje de cautela del BoJ en la salida de las condiciones ultraacomodaticias, y la bolsa china registró ganancias modestas a medida que los flujos comienzan a regresar al país en medio de un esfuerzo del Gobierno por apoyar a los mercados locales.

La debilidad del yen destaca entre las principales divisas. Tras el anuncio del BoJ, el ya debilitado yen se depreció hasta un 1% adicional frente al euro y el dólar a medida que los inversores interpretaban los mensajes del BoJ como todavía altamente *dovish*. Las autoridades monetarias de Japón respondieron que están preparadas para tomar las medidas necesarias, pues no consideran que los movimientos se deben a fundamentales. Mientras, el dólar continuó manteniéndose fuerte frente a las principales divisas, apoyado en la expectativa de que la Fed pueda tomarse más tiempo en recortar tipos. Especialmente notable vino siendo la fortaleza del dólar frente a otras monedas de economías emergentes, que acumulan una depreciación de hasta un 3% frente al dólar en lo que va de año.

El riesgo geopolítico impulsa a las materias primas. Las tensiones geopolíticas, tanto en Oriente Próximo con renovados ataques en Gaza y a algunas embajadas, como en Ucrania y Rusia con nuevos bombardeos a refinerías de crudo, disparó tanto los precios del petróleo (el barril de Brent llegó a cotizar cerca de los 90 dólares/barril), como el del oro como activo refugio, que alcanzó nuevos máximos cerca de 2.200 dólares/onza.

Eurozona: evolución de primas de riesgo de economías periféricas

(p. b.)

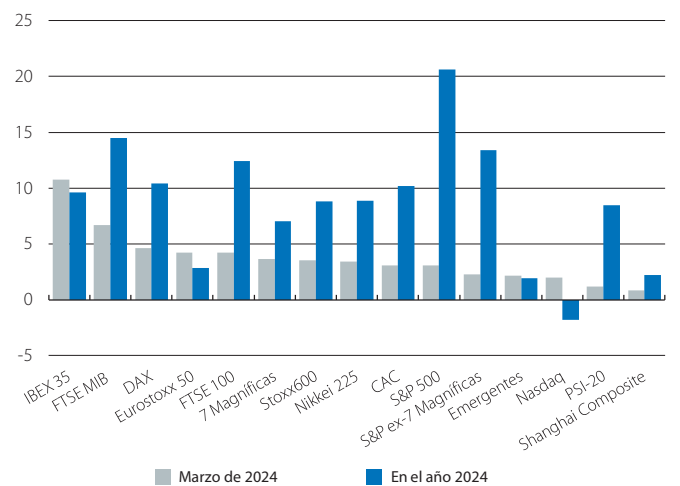


Nota: A partir del 16/01/24, el repunte en la prima portuguesa se debe a un cambio en el bono de referencia.

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

Desempeño de los principales índices bursátiles

(%)



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

Divisas

Índice

Índice



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

El petróleo en la «era» de la descarbonización

En los últimos cuatro años, los mercados energéticos han estado sometidos a fuertes tensiones que han derivado en uno de los episodios de mayor volatilidad de las últimas décadas.¹ Parte del legado de los acontecimientos de este periodo es que se hayan acelerado los compromisos políticos y sociales de descarbonización del sistema energético. Desde el primer gran pacto entre países, desarrollados y emergentes, que se firmó en París² en 2015, se han sucedido distintas reuniones y acuerdos mundiales en los que se han establecido varios objetivos de reducción del uso de las fuentes de energía fósiles, y de las consecuentes emisiones de CO₂, y se ha impulsado la transición hacia energías más limpias y respetuosas con el medio ambiente. El reto presenta varias metas temporales, principalmente a 2030 y a 2050, pero no está exento de dificultades dada la complejidad del escenario energético actual donde, a pesar de los esfuerzos ya implementados, en 2022 el petróleo y el gas natural representaban casi el 60% del total de la energía primaria consumida en el mundo.

¿Hay futuro para el petróleo?

Si nos centramos en el petróleo, con el fin de establecer una banda de precios de cotización para el barril de tipo

Brent: curva de precios futuros
(Dólares por barril)



Nota: Precios a 25/03/2024.

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

Brent a largo plazo, y teniendo en cuenta la incertidumbre que domina en la coyuntura energética actual, la tarea se presenta compleja. La Agencia Internacional de la Energía (IEA, por sus siglas en inglés) realiza un análisis hasta 2050, en su último *World Energy Outlook*.³ A través

Demanda y oferta de petróleo

(Millones de barriles/día)

	2010	2022	STEPS		APS		NZE	
			2030	2050	2030	2050	2030	2050
Transporte por carretera	36,5	41,3	41,1	35,5	37,6	15,9	29,1	1,6
Aviación y marítimo	9,9	10,6	13,5	17,2	12,5	9	10,5	2,1
Industria	17,2	20,6	23,3	25,5	21,4	17,8	20,3	14,3
Construcción	12,4	11,4	9,5	6,7	8,6	4,1	6,1	0,5
Otros sectores	11,1	12,6	14	12,5	12,4	7,9	11,4	5,7
Demanda mundial de petróleo	87,1	96,5	101,5	97,4	92,5	54,8	77,5	24,3
Crudo convencional	67,4	62,8	61,3	58,2	54,9	29,8	48	15,8
<i>Tight oil</i>	0,7	8,3	11,1	10,2	10,3	6,9	7,6	1,8
Gas natural	12,7	19	21,2	19,4	20,1	13,6	16,2	4,4
Crudo pesado y bituminosa	2	3,7	4,4	5,5	3,9	2,5	3	1,5
Otra producción	0,5	0,9	1	1,2	0,9	0,3	0,3	0
Producción mundial de petróleo	85,3	97,1	101,5	97,4	90,2	53,1	75,1	23,5
OPEP (cuota; %)	40	36	35	43	35	45	37	53
Oferta mundial de petróleo	85,3	97,1	101,5	97,4	92,5	54,8	77,5	24,3
Precio del barril de crudo (\$/barril)	103	98	82	80	74	60	42	25

Notas: Todas las variables se refieren a millones de barriles por día, salvo que se indique lo contrario. STEPS (Stated Policies Scenario), escenario de las políticas ya adoptadas; APS (Announced Pledged Scenario), escenario de promesas anunciadas; NZE (Net Zero Emissions Scenario), escenario de emisiones netas cero y estabilización de la temperatura media global en 1,5 °C.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Agencia Internacional de la Energía.

1. La pandemia en 2020, que afectó notablemente a la demanda mundial de energía, las sanciones a las exportaciones energéticas de Rusia desde 2022 y, desde el pasado otoño, el conflicto armado en Gaza y la crisis en el mar Rojo, que de momento no han supuesto un obstáculo para la oferta de petróleo de Oriente Medio, pero sí que han aumentado los riesgos de un posible contagio entre los países vecinos.

2. [Acuerdo de París](#) (diciembre de 2015).

3. EIA, [World Energy Outlook 2023](#) (octubre de 2023).

del desarrollo de tres escenarios⁴ evalúa los futuros posibles asociados a la transición energética y llega a varias conclusiones. De una parte, estima que la demanda de petróleo se mantendrá al alza durante los próximos años, impulsada por los continuos aumentos en la producción petroquímica y los viajes aéreos, pero que alcanzará su pico máximo antes de 2030 (estima una demanda mundial de 105,7 millones de barriles por día en 2028). Factores como el incremento de las ventas de vehículos eléctricos (en 2023 presentaban una cuota de mercado cercana al 20%) y, aún más relevante, la desaceleración del ritmo de crecimiento de China,⁵ se prevén como contrapesos de esa demanda de crudo a lo largo del periodo analizado. Cabe señalar que en los escenarios más exigentes con la descarbonización (APS y NZE), la reducción de la demanda se acentuaría notablemente a largo plazo, frente a la estabilidad que se observaría en el escenario más complaciente con la descarbonización.

Por otra parte, si bien es cierto que estos escenarios se centran en el análisis de la evolución de la demanda, en cuanto a la oferta de petróleo consideran que la producción de los países de fuera de la OPEP crecerá más que la de la OPEP y aliados hasta 2030, aunque en 2050 existirá un reparto cercano al 50% entre ambos bloques. Además, en los dos primeros escenarios, bajo el supuesto de que la producción se ajusta a la demanda, sugiere que sería necesario realizar nuevas inversiones en el sector, enfocadas en la reducción del impacto medioambiental en los procesos productivos, para evitar la merma en la efectividad de los programas de transición energética.

Teniendo en cuenta que, como anticipa la IEA, con las políticas ya adoptadas por los gobiernos no sería suficiente para alcanzar los objetivos de descarbonización a 2030, y dado que alrededor del 90% de las emisiones globales están sujetas a compromisos de cero emisiones, existe una alta probabilidad de que se siga avanzando en políticas de carácter medioambiental que aproximen la realidad a los dos primeros escenarios. En este caso, la IEA estima que el rango de precios para el barril de Brent se situaría entre 74 y 82 dólares en 2030, un rango superior al que, en el momento de escribir este artículo, estaría asignando la curva de futuros del Brent (70 dólares por barril en 2030).

Otras implicaciones

El petróleo va a seguir siendo una fuente relevante de energía durante las próximas dos décadas, aunque el compromiso de los países con la sustitución de los com-

bustibles fósiles irá reduciendo su consumo. En este proceso, el mercado del petróleo se transformará en uno más coherente con los objetivos climáticos. Sin embargo, a su vez, esa transformación plantea la amenaza de un ajuste desordenado para las economías más dependientes de la producción de petróleo, que se enfrentarán al reto de seguir obteniendo rentabilidad de la actividad petrolífera a la vez que buscan otras fuentes de crecimiento alternativas a este sector. En este terreno, según el FMI,⁶ los riesgos se presentan en una doble vertiente. Por un lado, el valor de las reservas petrolíferas de estos países y la inversión que atraen descenderían sustancialmente y podrían conducir a graves problemas económicos, incluidas quiebras y crisis en las regiones actualmente más dependientes del sector del crudo. Por otro, aquellos países con costes de extracción más bajos podrían retrasar el ritmo de adopción de estrategias más competitivas hasta haber logrado avances materiales en la reforma de sus economías. Este aspecto agravaría la debilidad en aquellos países con elevados déficits fiscales e incidiría negativamente en aquellas partidas vinculadas a la financiación obtenida a través de los ingresos del petróleo, como la sanidad o el empleo público.

Beatriz Villafranca

4. Los tres escenarios son: *Stated Policies Scenario* (STEPS), escenario de las políticas ya adoptadas; *Announced Pledged Scenario* (APS), escenario de promesas anunciadas, y *Net Zero Emissions Scenario* (NZE), donde elabora una hoja de ruta para lograr emisiones netas cero en 2050 y la estabilización del incremento de la temperatura media global en 1,5 °C.

5. Según la EIA, en la última década China fue responsable del 50% del crecimiento de la demanda energética global y del 85% del aumento de las emisiones de CO₂.

6. FMI, *The Future of Oil* – IMF F&D (2021).

Tipos de interés (%)

	31-marzo	29-febrero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	100,0
Euríbor 3 meses	3,89	3,94	-4	-1,7	83,9
Euríbor 12 meses	3,67	3,75	-8	15,6	1,8
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,34	3,43	-9	8,1	30,0
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,85	2,90	-5	44,5	17,5
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,30	2,41	-11	27,4	4,3
Deuda pública a 10 años (España)	3,16	3,29	-13	16,9	-11,3
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,01	3,12	-12	35,1	-7,1
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,50	5,50	0	0,0	50,0
SOFR 3 meses	5,30	5,33	-4	-3,3	37,8
Deuda pública a 1 año	5,02	5,00	3	26,2	46,9
Deuda pública a 2 años	4,62	4,62	0	37,0	65,7
Deuda pública a 10 años	4,20	4,25	-5	32,1	78,9

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-marzo	29-febrero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	54	55	-1	-4,4	-31,0
Itraxx Financiero Sénior	63	64	-1	-3,7	-35,6
Itraxx Financiero Subordinado	114	117	-3	-8,5	-68,9

Tipos de cambio

	31-marzo	29-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,079	1,081	-0,1	-2,3	-1,0
EUR/JPY (yenes por euro)	163,300	162,060	0,8	4,9	13,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,855	0,856	-0,1	-1,4	-2,6
USD/JPY (yenes por dólar)	151,350	149,980	0,9	7,3	14,3

Materias primas

	31-marzo	29-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	536,4	524,4	2,3	5,1	-2,4
Brent (\$/barril)	87,5	83,6	4,6	13,6	3,0
Oro (\$/onza)	2.229,9	2.044,3	9,1	8,1	12,4

Renta variable

	31-marzo	29-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	5.254,4	5.096,3	3,1	10,2	27,4
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.083,4	4.877,8	4,2	12,4	17,9
Ibex 35 (España)	11.074,6	10.001,3	10,7	9,6	20,9
PSI 20 (Portugal)	6.280,5	6.158,0	2,0	-1,8	3,3
Nikkei 225 (Japón)	40.369,4	39.166,2	3,1	20,6	43,2
MSCI emergentes	1.043,2	1.020,9	2,2	1,9	5,5

La economía internacional, a la espera de los recortes de tipos

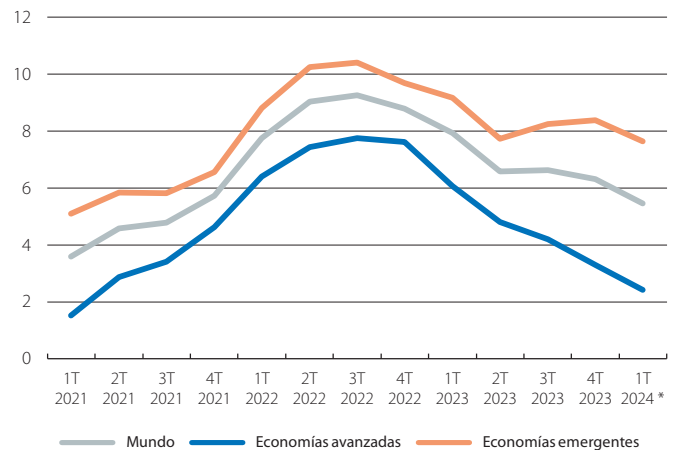
Perspectivas cautelosamente optimistas... En los últimos trimestres, el crecimiento de la economía mundial se ha moderado ante la transmisión del endurecimiento monetario, las dificultades de China y un entorno de riesgos e incertidumbre elevados. A pesar de ello, se estima que el PIB global ha logrado mantener un crecimiento algo por encima del 3% y cercano a su promedio de la última década gracias, en parte, a la resistencia de los mercados laborales y al uso de colchones de ahorro acumulados durante la pandemia, si bien con dinámicas dispares entre las grandes regiones. Algunos de estos vientos soplarán menos a favor en 2024 (por ejemplo, en EE. UU. el exceso de ahorro pospandémico está virtualmente agotado, mientras que la persistencia del ahorro en Europa esconde un cambio de composición y una notable reducción del exceso de ahorro en activos líquidos). Sin embargo, también hay señales que destacan en positivo, como la vuelta al crecimiento del comercio mundial de bienes en los últimos meses y, especialmente, la bajada sostenida de la inflación, que ya ha dado paso a bajadas de tipos en algunas economías emergentes (como Brasil) y hace esperar una distensión más generalizada de la política monetaria entre la primavera y el verano (véase la coyuntura de Mercados financieros), dos dinámicas que deberían apoyar una redinamización del crecimiento económico a lo largo de 2024.

... pero con un mapa de riesgos exigente. Los factores negativos siguen dominando el equilibrio de riesgos que rodea a la actividad económica mundial, especialmente por la combinación de tensiones geopolíticas y potenciales disrupciones de oferta, pero también desde el lado de la demanda (donde destacan los riesgos de una mayor transmisión del endurecimiento monetario realizado en 2022-2023, así como la incertidumbre sobre el grado de inercia de las presiones inflacionistas más sensibles a factores domésticos). Con todo, a lo largo de marzo se apaciguaron dos manifestaciones concretas de estas fuentes de riesgo globales, con una distensión sostenida de los costes de fletes (marcadamente presionados en el cambio de año por las tensiones en el mar Rojo) y la contención de las turbulencias financieras alrededor de vulnerabilidades como las del New York Community Bancorp, resintiéndose de las dificultades del sector inmobiliario comercial en un entorno de tipos de interés restrictivos.

La robustez de EE. UU. destaca entre las economías avanzadas. La actividad económica de EE. UU. completó un sólido inicio de año, con un rebote del ISM manufacturero hasta los 50,3 puntos en marzo (en zona expansiva por primera vez desde finales de 2022) y un ISM de servicios en territorio sostenidamente expansivo (51,4 puntos) y que en el conjunto del 1T ha acelerado respecto al cierre de 2023. Además, la actividad siguió reforzada por la robustez del mercado laboral, con una tasa de paro en un bajo 3,8% y una creación de 303.000 empleos netos en marzo. Así, en conjunto los datos apuntan a un avance del PIB estadounidense de un 0,5%-0,6% intertrimestral en el 1T 2024, una cifra dinámica que coexiste con una reducción gradual de las presiones inflacionistas: según el PCE, el índice de referencia para la Fed, la inflación fue del 2,5%

Global: inflación

Variación interanual del IPC (%)

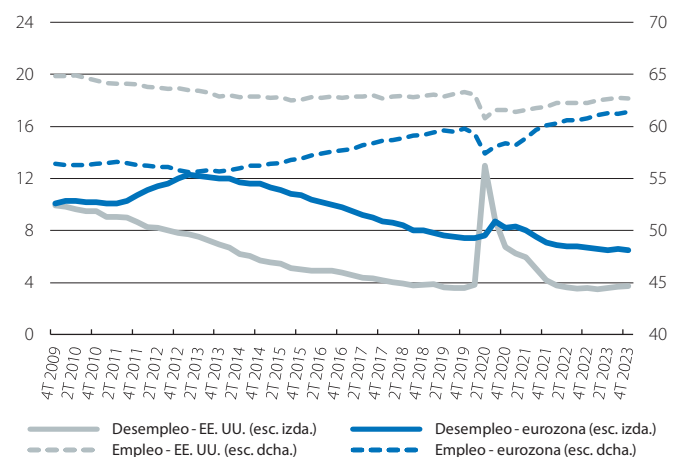


Nota: * Para el 1T 2024, estimación con datos hasta febrero de 2024.
Fuente: CaixaBank Research.

Tasas de empleo y desempleo

(% de población activa)

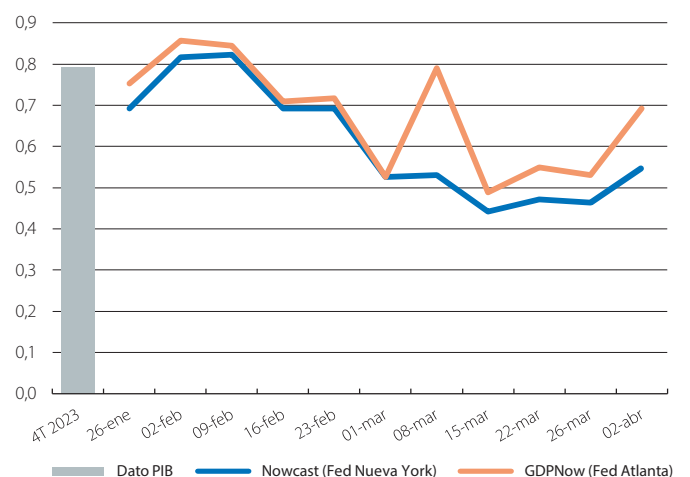
(% de población)



Nota: Población de 16 años o más.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

EE. UU.: PIB 4T 2023 y proyecciones 1T 2024

Variación intertrimestral (%)



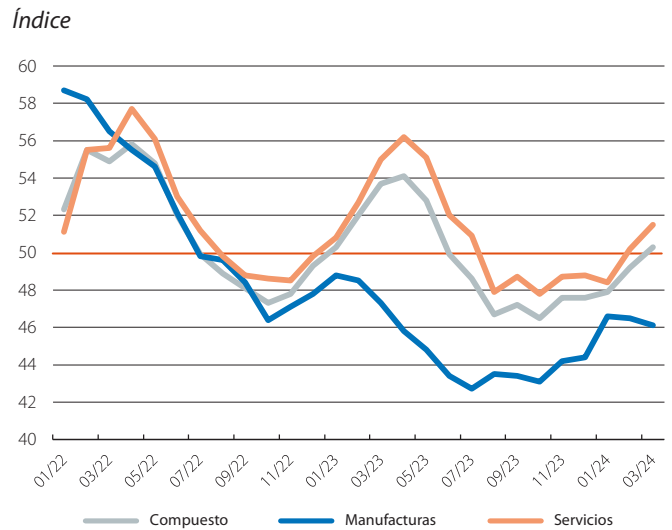
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de BEA, de la Fed de Nueva York y de la Fed de Atlanta.

(general) y 2,8% (núcleo) en febrero. Esta fortaleza de EE. UU. contrasta con la flaqueza del resto de grandes economías avanzadas. En concreto, el Reino Unido entró en recesión técnica a finales de 2023, con el PIB contrayéndose un 0,3% intertrimestral en el 4T, y el monitor mensual de la oficina estadística británica apunta a un retroceso del 0,1% en enero de 2024. Japón, por su parte, también había entrado en recesión técnica en el 4T, pero salió de ella con una segunda estimación del PIB que se revisó hasta el +0,1% intertrimestral.

La eurozona todavía no deja atrás la flaqueza de su actividad. El PIB de la eurozona lleva cinco trimestres avanzando y retrocediendo en el intervalo $\pm 0,1\%$ intertrimestral (desde el 4T 2022), y el conjunto de indicadores del 1T 2024 sugiere que la dinámica continúa en el inicio de año (el consenso de analistas espera un +0,1%). Con todo, hay algunos indicios compatibles con una futura redinamización de la actividad, como la recuperación del PMI de servicios hasta los 50,2 puntos en febrero y 51,5 en marzo (en expansión por primera vez desde julio de 2023) y un PMI manufacturero algo menos negativo (por encima de los 46 puntos en todo el 1T 2024, un nivel contractivo pero que, al mismo tiempo, representa el mejor dato desde marzo de 2023), todo ello gracias al mayor empuje de los países de la periferia y a cierta mejora en Francia, mientras que la actividad de Alemania sigue frágil. Asimismo, aunque algunos indicadores del mercado laboral dan indicios de moderación (por ejemplo, índice de expectativas de empleo de la Comisión Europea en los 102,6 puntos en marzo vs. 105,2 en el promedio de 2023), el desempleo sigue estable y en mínimos (6,5% en febrero) mientras el empleo toca máximos, lo que sumado a un crecimiento salarial cercano al 4% (indicador de Indeed.com en el 3,9% en febrero, salarios negociados en el 4,5% en el 4T 2023) facilita una recuperación del poder adquisitivo y, por ende, de la demanda en los próximos trimestres. A todo ello hay que añadir la reducción de la inflación general hasta el 2,4% en marzo y de la inflación núcleo hasta el 2,9% (por debajo del 3% por primera vez desde febrero de 2022), dos dinámicas que abren la puerta a un primer recorte de tipos del BCE en los próximos meses.

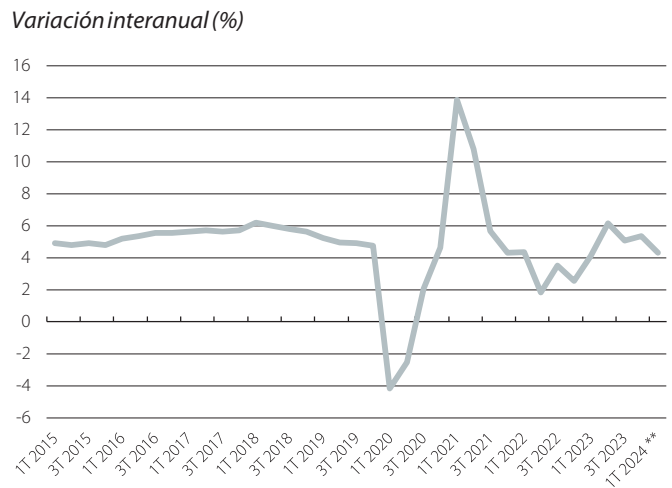
El crecimiento de la India encabeza a los BRICS, con China bajando al pelotón. La divergencia de dinámicas que caracteriza el grupo de economías avanzadas también se encuentra en las principales economías del mundo emergente, donde contrastan los dos líderes de crecimiento: la India y China. La India terminó 2023 con una aceleración del PIB hasta el 8,4% interanual en el 4T, claramente por encima de lo previsto y espoleando una mejora de las perspectivas de crecimiento para 2024 por parte del consenso de analistas. En China, los últimos indicadores dibujan una actividad económica más dinámica que al cierre de 2023, gracias a la industria y el arrastre de las exportaciones y la inversión (entre enero y febrero, la producción industrial avanzó un 7,0% interanual y la inversión fija un 4,2%). Con todo, el consumo interno chino sigue algo apático (las ventas minoristas se desaceleraron hasta un crecimiento del 5,5% interanual en enero-febrero, tras el 7,4% de diciembre) y la crisis del sector inmobiliario tiene visos de continuidad, con lo que el consenso de analistas prevé para 2024 un crecimiento del PIB menor al de 2023 y también algo inferior al objetivo del 5% anunciado por las autoridades.

Eurozona: PMI



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

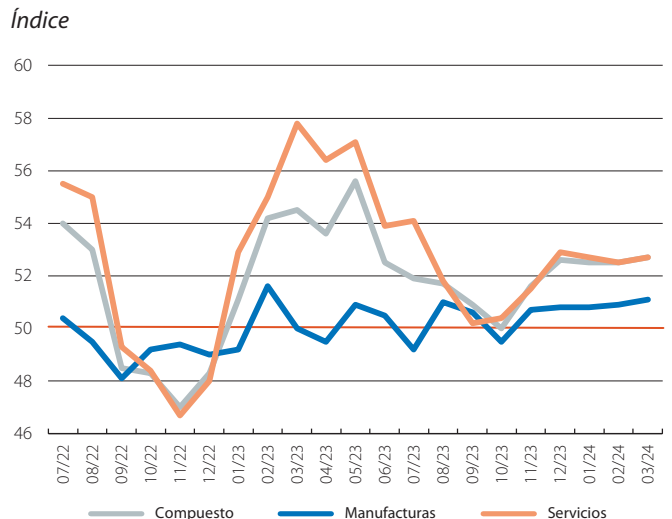
BRICS: * PIB



Notas: * BRICS comprende a Brasil, Rusia, India, China, Sudáfrica, Egipto, Etiopía, Irán, Arabia Saudí y Emiratos Árabes Unidos. ** Previsión 1T 2024 del consenso de Bloomberg.

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

China: PMI



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

La percepción de la economía y sus paradojas

Realidad y percepción son indisolubles, pero no siempre se reconcilian entre sí. Tampoco en la economía. Por ejemplo, sabemos que, de manera sistemática, las personas evaluamos más positivamente nuestras perspectivas individuales que las del conjunto de la economía. Así lo ilustra el primer gráfico.

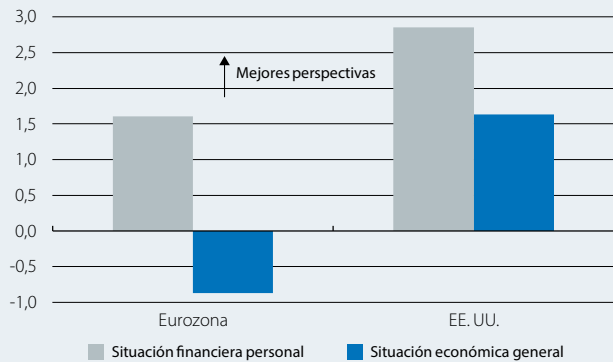
Este desencuentro de las percepciones ha dado otra vuelta de tuerca en los últimos años. Y es que parece haberse roto la fuerte relación histórica entre el sentimiento económico de los consumidores y las principales variables que describen el estado de la economía, una ruptura que se ha documentado especialmente en EE. UU.¹ Como muestra el segundo gráfico, entre 1980 y 2019 unas pocas variables económicas (inflación, desempleo, salarios, índices bursátiles, etc.) eran capaces de predecir con precisión el sentimiento de las familias estadounidenses. Sin embargo, desde el estallido de la pandemia de la COVID-19, los hogares se muestran mucho más pesimistas de lo que cabría esperar dado el estado de la economía americana, un pesimismo estadísticamente excesivo incluso a ojos de la inflación (uno de los indicadores utilizados para predecir el sentimiento) y, especialmente, si se tiene en cuenta el bajo desempleo, un crecimiento del PIB robusto y unos mercados bursátiles en máximos.

Esta discrepancia entre economía y sentimiento parece ser una secuela persistente de la pandemia, muy llamativa incluso cuando la economía ya hace tiempo que se ha normalizado. El segundo gráfico recoge una brecha significativa (por ejemplo, en los últimos tres meses, el sentimiento de los hogares es un 25% inferior a lo que sugeriría el estado de la economía) y, como veremos a continuación, sin una explicación definitiva.² En primer lugar, la brecha sigue siendo significativa cuando se analizan medidas alternativas de sentimiento, como la confianza del consumidor del Conference Board (con una brecha del 15%, pese a ser un indicador que no ha caído tanto tras la pandemia y que, en principio, da un mayor peso al desempeño del mercado laboral) o aunque distingamos entre percepciones de situación financiera personal y de situación económica general (ambas presentan brechas parecidas).

1. Véase «The pandemic has broken a closely followed survey of sentiment», *The Economist* (7 de septiembre de 2023) y Bolhuis, et al. (2024). «The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly», National Bureau of Economic Research.
 2. La brecha no es un artificio estadístico. El modelo estadístico se estima con datos entre 1980 y 2019, por lo que en cierto modo es natural que haya un buen ajuste en ese periodo. Sin embargo, si estimamos la relación entre sentimiento e indicadores económicos solo en el periodo 1980-1990 y luego proyectamos el sentimiento previsto «por la economía», sigue habiendo un ajuste muy preciso hasta 2019.

Expectativas de los hogares: 1985-2023

Índice



Notas: Promedio de dos subíndices referentes a «Expectativas para los próximos 12 meses» en el periodo 1985-2023 del indicador de sentimiento de la Universidad de Michigan (EE. UU.) y la confianza de los consumidores de la Comisión Europea (eurozona). Unidades estandarizadas según los respectivos índices de sentimiento agregado.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Universidad de Michigan y la Comisión Europea.

EE. UU.: sentimiento económico de los consumidores

Índice



Notas: El índice observado es el «Índice de sentimiento de los consumidores» que elabora la Universidad de Michigan a partir de encuestas. El índice predicho se estima con variables económicas (inflación, desempleo, tipo de cambio, mercado bursátil, salarios y precio de la gasolina) con datos hasta diciembre de 2019.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y datos de la Universidad de Michigan y la FRED.

Una segunda posibilidad es que haya cambiado la sensibilidad de los hogares a los indicadores económicos. Por ejemplo, es posible que, cuando los tipos de interés y la inflación están en cotas elevadas, sean más relevantes para el sentimiento de las familias. De hecho, Larry Summers y coautores³ muestran que incluir los tipos de interés en el análisis ayuda a mitigar la brecha.⁴ Asimismo, si estimamos la relación entre sentimiento y economía en los periodos 1980-2019 y 2020-2023 por separado, encontramos indicios de un cambio de sensibilidad por parte de los hogares: tras la pandemia, un buen desempeño del

3. Véase Bolhuis et al. (2024), en la nota al pie 1.

4. Pero no la elimina. De hecho, la brecha sigue siendo significativa (y la capacidad que tienen los tipos de reducirla depende del modelo estadístico que se utilice).

mercado laboral y del mercado bursátil parecen tener un impacto menos positivo sobre el sentimiento de los hogares; también una misma tasa de inflación parece tener un impacto más negativo en 2020-2023 (aunque, en este caso, las diferencias de sensibilidad entre los periodos son más bien pequeñas).

Una tercera explicación del pesimismo estadísticamente excesivo de los hogares la encontramos en los sesgos cognitivos. Por un lado, las encuestas muestran que los ciudadanos damos respuestas significativamente desviadas cuando se nos pregunta sobre el valor que tomaron indicadores como la tasa de desempleo o la inflación. Por lo tanto, el pesimismo excesivo podría reflejar un deterioro de estos sesgos: pensamos que la inflación o el desempleo son más altos de lo que realmente son, y esto nos lleva a una peor visión de la economía.⁵ De forma parecida, están ampliamente documentados los sesgos en el seguimiento mediático de la actualidad, con evidencia de que las noticias negativas no solo reciben más cobertura, sino que también tienen una mayor tasa de consumo.⁶

Finalmente, otra explicación podría ser, sencillamente, que la intensidad de las turbulencias económicas de los últimos años ha sido tal que los hogares necesitan más tiempo de lo habitual para digerirlas y que la normalización de la economía se termine reflejando en una mejora del sentimiento.

¿Y Europa?

En Europa, un pequeño grupo de indicadores económicos, parecidos a los del caso estadounidense, también ha sido capaz de reproducir con precisión el pulso de la confianza de los consumidores. Y, como muestra el tercer gráfico, tras la pandemia también se ha abierto una cierta brecha entre economía y sentimiento, pero es claramente menor que en EE. UU. y, además, la situación es dispar entre países y la brecha es poco significativa en la mayoría de las grandes economías de la eurozona (véase el cuarto gráfico).

El hecho de que la economía europea, con una coyuntura económica incluso más exigente que la de EE. UU., no sufra tan claramente este desajuste de sentimiento sugiere que, quizás, debemos buscar explicaciones idiosincráticamente americanas. Y, en este sentido, es revelador el trabajo de Ryan Cummings y Neale Mahoney,⁷ quienes

5. Según recogen las encuestas de la Universidad de Michigan, a finales de 2023 el consumidor mediano estimaba que la inflación se encontraba cerca del 6,5% (frente a unas tasas observadas alrededor del 3,0%). En cambio, este error de percepción era mucho menor antes de la pandemia.
 6. Véase Lengauer, G., Esser, F. y Berganza, R. (2012). «Negativity in political news: A review of concepts, operationalizations and key findings». Journalism, 13(2), 179-202, y Robertson, Claire E. et al. «Negativity drives online news consumption». Nature Human Behaviour 7.5 (2023): 812-822.
 7. «Asymmetric amplification and the consumer sentiment gap». Disponible en www.briefingbook.info.

Eurozona: sentimiento económico de los consumidores

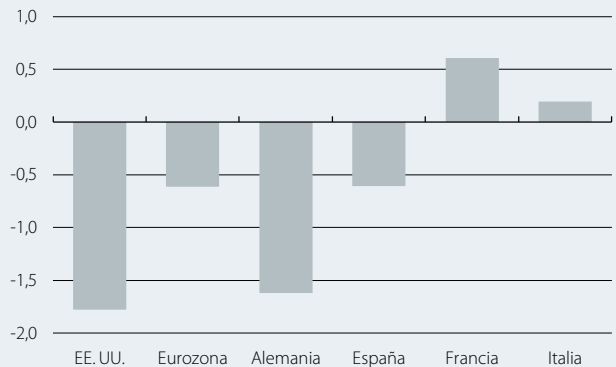
Índice



Notas: El índice observado es la «confianza de los consumidores» que elabora la Comisión Europea a partir de encuestas. El índice predicho se estima con variables económicas (inflación, desempleo, salarios, tipos de interés y precio de la gasolina) con datos hasta diciembre de 2019.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y datos de la Comisión Europea, de Eurostat y del BCE.

Diferencia entre sentimiento y economía: 2S 2023

Índice estandarizado *



Nota: * El gráfico presenta la diferencia promedio entre el sentimiento observado y predicho en el 2S 2023, normalizada por la desviación estándar histórica del sentimiento económico de los consumidores.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de estimaciones propias y datos de la Universidad de Michigan, la FRED, la Comisión Europea, el BCE y Eurostat.

muestran que un 30% de la brecha del sentimiento en EE. UU. refleja un sesgo partidista: republicanos y demócratas valoran mejor (peor) la economía cuando su partido está en el poder (la oposición), y el sesgo no es simétrico, sino que los republicanos penalizan más que los demócratas su percepción de la economía cuando están en la oposición.

It's the economy, stupid

Bill Clinton llegó a la presidencia de EE. UU. en 1992 con el eslogan *La economía, estúpido*, acuñado por su asesor James Carville. En 2024, el mayor año electoral de la historia según muchos analistas, la (ir)reconciliación entre percepciones e indicadores hará que la economía juegue un papel más complejo en el ciclo electoral, si cabe.

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Actividad									
PIB real	1,9	2,5	1,7	2,4	2,9	3,1	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	9,3	4,9	7,1	4,0	4,3	4,4	1,5	2,2	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	105,4	104,5	105,4	109,0	102,7	110,9	104,8	104,7
Producción industrial	3,4	0,2	0,9	0,0	–0,1	0,1	–0,3	–0,2	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	47,2	46,7	47,6	46,9	49,1	47,8	50,3
Viviendas iniciadas (miles)	1.551	1.423	1.385	1.450	1.371	1.485	1.374,0	1.521,0	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	307	312	302	308	316	321	322	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,5	3,6	3,7	3,7	4	4	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,0	60,3	60,3	60,3	60,4	60,3	60,2	60	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,5	–3,2	–3,0	–2,9	–2,8	...	...
Precios									
Inflación general	8,0	4,1	5,8	4,0	3,5	3,2	3,1	3,2	...
Inflación núcleo	6,2	4,8	5,6	5,2	4,4	4,0	3,9	3,8	...

JAPÓN

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Actividad									
PIB real	1,0	1,9	2,6	2,3	1,6	1,2	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	32,2	35,1	32,2	35,9	36,2	36,3	38,0	39,1	...
Producción industrial	0,0	–1,4	–1,8	0,9	–3,6	–0,9	–3,1	–6,3	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	1,0	5,0	9,0	13,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,4	2,6	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–3,9	–3,6	–2,7	–1,8	–1,3	–1,2	...
Precios									
Inflación general	2,5	3,3	3,6	3,4	3,1	2,9	2,1	2,8	...
Inflación subyacente	1,1	3,9	3,5	4,2	4,3	3,9	3,5	3,2	...

CHINA

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Actividad									
PIB real	3,0	5,2	4,5	6,3	4,9	5,2	–	–	–
Ventas al por menor	–0,8	7,8	5,8	10,7	4,2	8,3	...	5,5	...
Producción industrial	3,4	4,6	3,2	4,5	4,2	6,0	...	7,0	...
PMI manufacturas (oficial)	49,1	49,9	51,5	49,0	49,7	49,3	49,2	49,1	50,8
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	899	866	948	946	901	866	854,7	877,1	...
Exportaciones	7,1	–5,1	0,1	–5,4	–10,8	–3,3	5,3	2,9	...
Importaciones	0,7	–5,5	–7,2	–7,0	–8,5	0,8	15,4	–8,2	...
Precios									
Inflación general	2,0	0,2	1,3	0,1	–0,1	–0,3	–0,8	0,7	...
Tipo de interés de referencia ³	3,65	3,45	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,7	7,1	6,8	7,0	7,2	7,2	7,2	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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Ventas al por menor (variación interanual)	1,0	-1,7	-2,6	-1,9	-1,8	-0,7	...	...	...
Producción industrial (variación interanual)	2,1	-2,2	0,7	-1,0	-4,8	-3,8	-6,7	...	...
Confianza del consumidor	-21,9	-17,4	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-16,1	-15,5	-14,9
Sentimiento económico	102,1	96,4	96,5	96,5	96,5	96,5	96,1	95,5	96,3
PMI manufacturas	52,1	51,2	48,2	44,7	43,2	43,9	46,6	46,5	46,1
PMI servicios	52,1	52,1	52,8	54,4	49,2	48,4	48,4	50,0	51,1
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	2,3	1,4	1,7	1,4	1,4	1,2	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,7	6,5	6,6	6,5	6,5	...	6,5	6,5	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,0	2,9	2,9	3,0	...	3,2	3,2	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,1	7,4	7,4	...	7,5	7,4	...
Italia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,9	7,7	7,6	...	7,3	7,5	...
PIB real (variación interanual)	3,5	0,5	1,3	0,6	0,1	0,1	-	-	-
Alemania (variación interanual)	1,9	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-	-	-
Francia (variación interanual)	2,6	0,9	0,9	1,2	0,6	0,7	-	-	-
Italia (variación interanual)	4,2	1,0	2,3	0,6	0,5	0,6	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
General	8,4	5,5	8,0	6,2	5,0	2,7	2,8	2,6	2,4
Núcleo	3,9	5,0	5,5	5,5	5,1	3,7	3,3	3,1	3,0

Sector exterior

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Saldo corriente	-0,6	4,5	-0,4	0,3	2,0	4,5	10,3	...	...
Alemania	4,3	12,1	4,3	4,8	7,8	12,1	25,2	...	...
Francia	-2,0	-2,5	-1,9	-1,8	-1,9	-2,5	-5,0	...	...
Italia	-1,6	1,0	-1,5	-1,1	0,1	1,0	3,2	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	90,9	94,7	93,4	94,6	95,9	95,1	95,2	95,0	95,6

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	01/24	02/24	03/24
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	6,7	2,7	5,7	4,0	1,1	0,1	0,2	0,4	...
Crédito a hogares ^{2,3}	4,4	1,7	3,2	2,1	1,0	0,5	0,3	0,3	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,8	4,6	3,8	4,5	5,0	5,2	5,1	...	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	2,0	4,4	3,7	4,3	4,7	4,9	4,8	...	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	6,3	-8,5	-3,9	-8,1	-11,3	-10,7	-9,9	-8,9	...
Otros depósitos a corto plazo	4,5	21,1	17,6	22,5	23,2	21,0	19,8	18,8	...
Instrumentos negociables	3,7	20,4	19,4	22,0	20,4	19,9	22,4	17,6	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	2,7	1,9	2,5	3,0	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 titulaciones. 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.

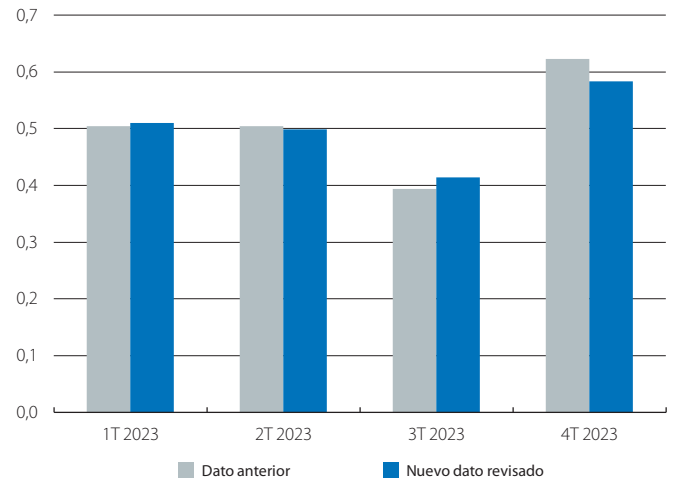
La economía española se mantiene resiliente en un entorno complicado

El conjunto de información disponible apunta a que la actividad económica, a pesar de un contexto económico adverso marcado por el impacto de la subida de tipos de interés del pasado año y una inflación que oscila alrededor del 3%, ha seguido creciendo a buen ritmo durante el 1T. La nueva estimación del crecimiento del PIB del 4T 2023 que ha publicado el INE dentro de su calendario habitual de revisiones tampoco ha modificado la lectura del pasado reciente. El crecimiento del PIB en el último trimestre de 2023 se mantuvo inalterado respecto al que se ofreció en la estimación avance y, en el desglose por componentes, hubo una ligera revisión a la baja del crecimiento del consumo privado y público, compensado por una ligera revisión al alza de la inversión.

Buenas cifras de los indicadores de actividad. Los indicadores de actividad disponibles para el 1T 2024 muestran un comportamiento mejor de lo esperado, sobre todo por el lado de los indicadores de sentimiento, empleo y turismo. Así, en marzo, el PMI de servicios mantuvo su senda alcista y alcanzó los 56,1 puntos, una cota que apunta a un ritmo de expansión considerable en el sector. Por su parte, el sector industrial va dejando atrás su debilidad y el PMI del sector manufacturero, con 51,4 puntos, se consolida en la zona que marca crecimiento, tras situarse por debajo de este umbral en los 10 meses anteriores. Asimismo, la producción industrial crece en el promedio hasta febrero un 0,8% respecto al 4T 2023, un ritmo ligeramente superior al del trimestre anterior (+0,6% intertrimestral). Por el lado del consumo, las ventas minoristas en febrero repuntaron un 0,5% intermensual, tras los descensos de diciembre y enero. No obstante, a pesar del repunte, el promedio de enero y febrero sigue arrojando un ligero descenso del 0,3% en comparación con el promedio del 4T 2023. El turismo también ha arrancado el año anotando excelentes registros; en febrero, la llegada de turistas extranjeros aumentó un 15,9% interanual y el gasto, un 25,8%. De este modo, tanto la llegada de turistas como su gasto se emplazan ampliamente por encima de los registros prepandemia de febrero de 2019, un 14,4% y un 44,8% por encima, respectivamente.

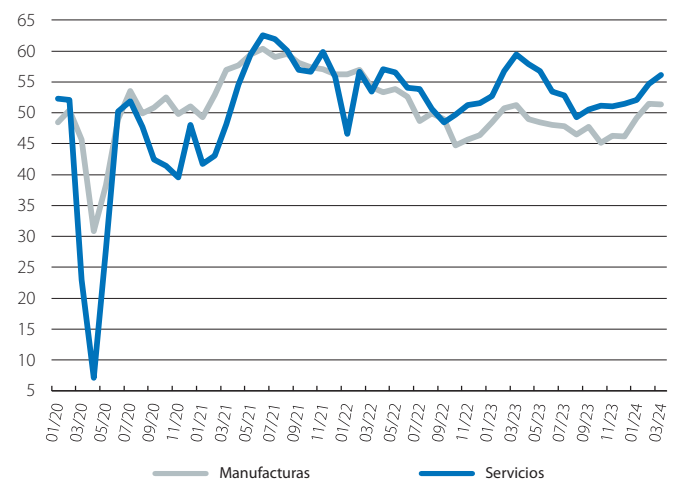
El mercado laboral mantiene un notable dinamismo. Los afiliados a la Seguridad Social crecieron en marzo en 193.585 personas respecto al mes anterior, por encima de lo habitual en un mes de marzo (140.000 de media en los meses de marzo del periodo 2014-2019). Corrigiendo por estacionalidad, el empleo anota una subida de 77.876 afiliados, de modo que el aumento medio mensual en el 1T se eleva a 63.242 trabajadores, cifra superior a la del promedio del 4T 2023 (31.248). En el 1T 2024, el ritmo de crecimiento intertrimestral de los afiliados se intensificó hasta el 0,7% (0,4% en los dos trimestres anteriores).

España: PIB Variación intertrimestral (%)



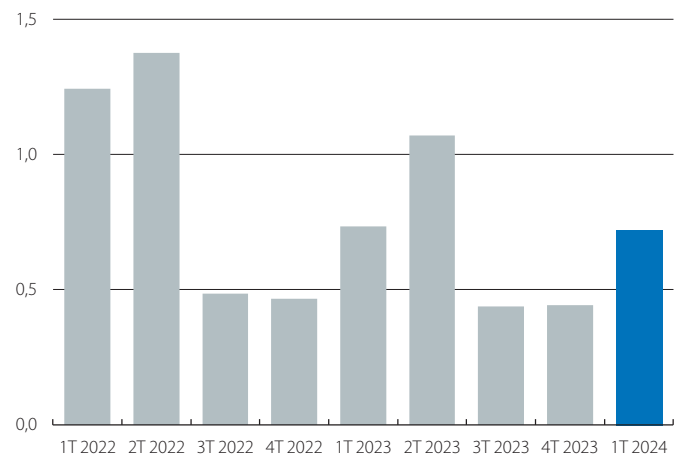
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PMI Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social Variación intertrimestral (%)



Nota: Serie desestacionalizada de afiliados que no están en ERTE.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

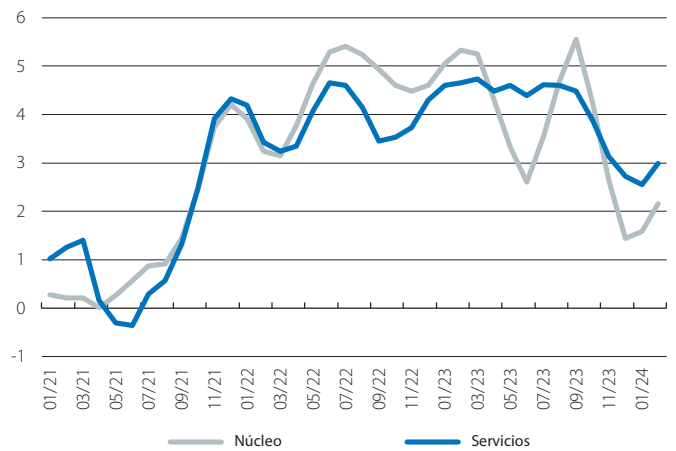
El precio de la energía y la retirada de las medidas fiscales dominan las dinámicas de la inflación. Según el indicador adelantado del IPC, la inflación general subió en 4 décimas en marzo, hasta el 3,2%. Este repunte se debe principalmente al incremento del precio de la electricidad y los carburantes. Por el lado de la electricidad, la caída del 13,1% intermensual del PVPC fue más que compensada por el aumento del IVA del 10% al 21% en marzo, que se produjo porque el precio del mercado mayorista se situó en febrero por debajo del umbral de 45 euros/MWh establecido en el RDL aprobado en diciembre. Las previsiones actuales del mercado de futuros sugieren que los precios en el mercado mayorista no subirán por encima de los 45 euros/MWh hasta el verano. De cumplirse estas previsiones, el IVA de la electricidad volvería a su tipo reducido del 10% en julio. Por el lado de los carburantes, el precio del Brent acumula tres meses de subidas y se situó en marzo en un promedio de 78 euros por barril, lo que conllevó un aumento del 1,9% intermensual del precio de la gasolina. A pesar de estos vaivenes, las tendencias subyacentes apuntan a que el proceso desinflacionista tiene continuidad. En marzo, la inflación subyacente, que excluye la energía y los alimentos no elaborados, cayó 0,2 p. p. hasta el 3,3%, y el *momentum* de la inflación núcleo (que excluye la energía y los alimentos), apunta a que esta debería seguir moderándose.

El déficit público descendió en 2023 al 3,6% del PIB. El dato representa una notable mejora respecto al déficit de 2022 (4,7% del PIB), si bien aún se sitúa por encima del nivel previo a la pandemia (3,1% del PIB en 2019). Por administraciones, el déficit de la Administración central fue del 2,1% del PIB; el de las comunidades autónomas, del 0,9%; el de la Seguridad Social, del 0,6%, y el de las Corporaciones locales, del 0,1%. La reducción del déficit en 2023 se debió al dinamismo de los ingresos públicos, que aumentaron un 9,0% respecto a 2022, principalmente por la pujanza de la recaudación de impuestos directos y cotizaciones, mientras que el gasto total aumentó un 6,5%, impulsado por la revalorización de las pensiones y el mantenimiento de buena parte de las medidas para hacer frente al *shock* energético.

El sector exterior arranca el año con buen pie. El déficit comercial se situó en enero en 3.729 millones de euros, cifra inferior al déficit de 3.956 millones que se registró en enero de 2023 (-5,7% interanual) gracias a la mejora del componente no energético. Así, el déficit no energético se redujo de los 816 millones de euros en enero de 2023 a los 90 millones en enero de este año, en un entorno de avance de las exportaciones, que crecieron un 1,7% interanual, y caída de las importaciones, del 0,9% interanual, impulsada por la caída en los precios (del -3,9% interanual). En contraposición, el déficit energético aumentó hasta los 3.639 millones de euros, desde 3.140 millones un año antes debido a una reducción más marcada de las exportaciones que de las importaciones (-41,2% y -12,3% interanual, respectivamente).

España: momentums de la inflación

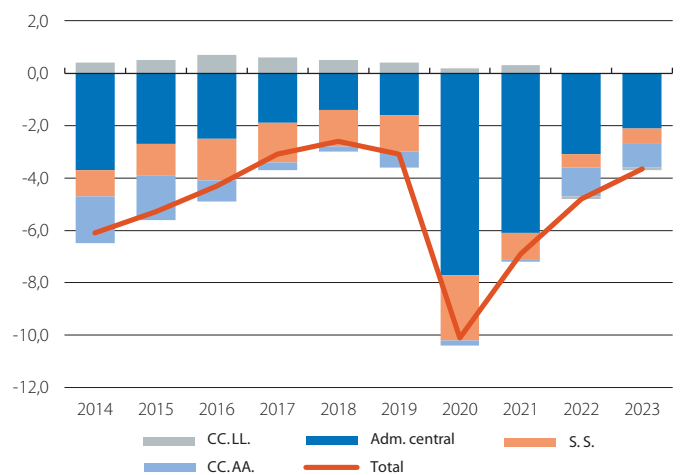
Variación del índice promedio de los últimos 3 meses sobre los 3 meses anteriores, anualizado (%)



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

España: saldo de las Administraciones públicas

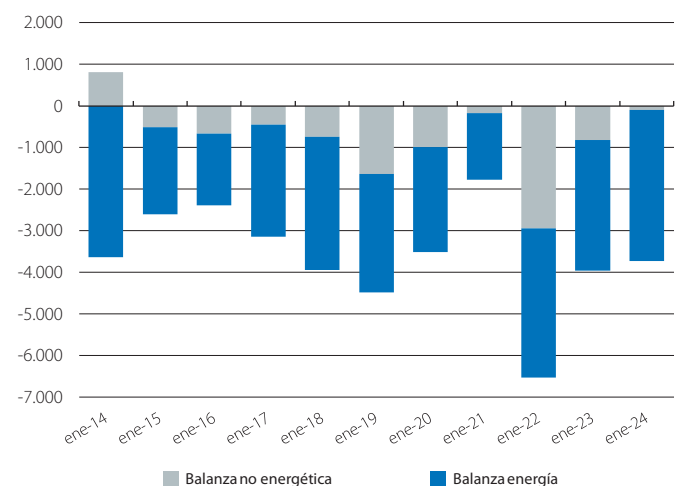
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.

España: saldo de la balanza comercial de bienes

(Millones de euros)



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

El crecimiento potencial del PIB de España a medio plazo

Los últimos cuatro años han sido testigos de una sucesión de eventos que podríamos calificar de «extremos»: primero, la COVID-19; luego, el estallido de la guerra entre Rusia y Ucrania, y más recientemente el conflicto entre Israel y Hamás. Estos sucesos han dejado poco espacio para el análisis de las tendencias de fondo de nuestra economía. En un conjunto de Focus recientes hemos abordado aspectos más estructurales como la evolución de la productividad, tanto agregada como sectorial, o la evolución de la tasa de paro estructural.¹ En este artículo, nos centramos en analizar la evolución y las perspectivas del crecimiento potencial del PIB. Esta es una variable clave, ya que apunta al crecimiento tendencial de nuestra economía. Es decir, cuánto puede crecer la economía de manera sostenida en ausencia de *shocks* si se utiliza toda la capacidad productiva y no se generan desequilibrios. Sin embargo,

cuantificar el PIB potencial de una economía no es una tarea sencilla. Es una variable que no se observa directamente y su estimación está rodeada de incertidumbres.

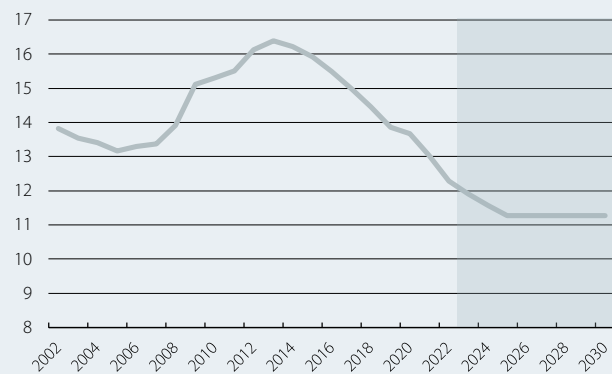
¿Cómo medimos el PIB potencial?

Existen varias maneras de estimar el PIB potencial. En este artículo, optamos por la óptica de la función de producción. Según esta metodología, el PIB se puede modelizar como una función de un conjunto de factores de producción, típicamente el trabajo, el capital y la llamada productividad total de los factores (PTF).² Una vez establecemos esta relación, se puede mostrar que el crecimiento del PIB es igual al crecimiento de la PTF más la suma ponderada del crecimiento del trabajo y del capital.³

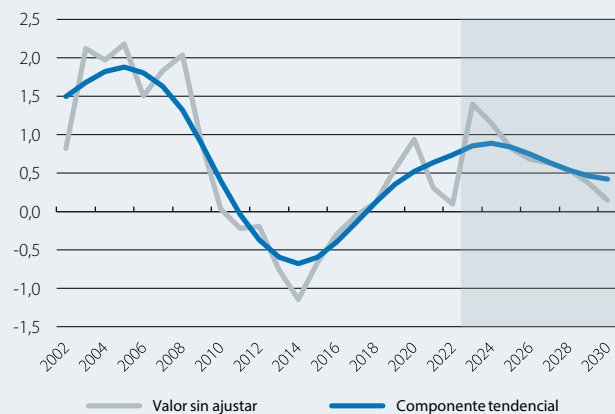
El factor trabajo lo medimos como las horas trabajadas en la economía. A su vez, las horas trabajadas se pueden

España: supuestos sobre el crecimiento de los componentes del factor trabajo

Tasa de paro estructural (%)

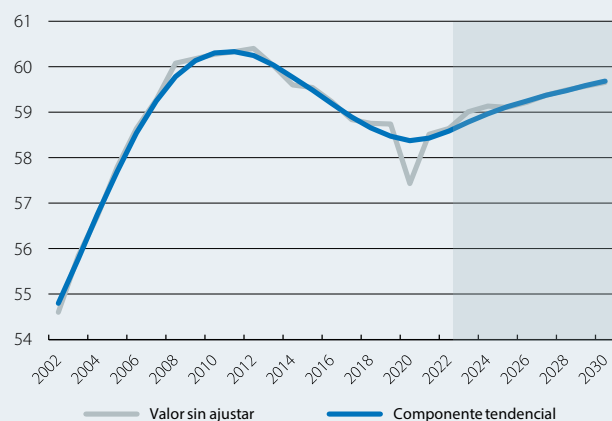


Población en edad de trabajar (16-64 años) Variación interanual (%)

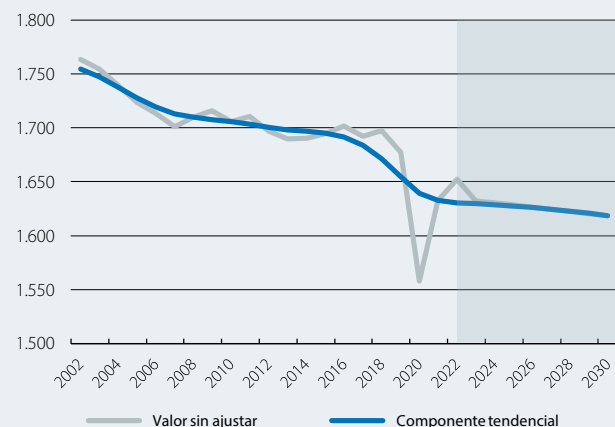


Tasa de actividad

Activos sobre población entre 16 y 64 años (%)



Horas anuales trabajadas por empleado



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

- Véanse los artículos «Productividad en España: mucho trecho por mejorar», «La especialización sectorial penaliza la productividad de la economía española» y «¿Cómo se podría reducir más el paro estructural en España?», en los IM10/2023, IM11/2023 y IM01/2024, respectivamente.
- En este artículo, hablamos de tres factores de producción, sin embargo, la literatura ha analizado casos más complejos en donde se consideran más factores de manera explícita, como, por ejemplo, el capital humano.
- La ponderación viene dada por el peso de la renta del trabajo y del capital sobre el PIB.

descomponer en cuatro variables: las horas trabajadas por empleado, la tasa de empleo (que es igual a uno menos la tasa de paro), la tasa de actividad y la población en edad de trabajar (entre 16 y 64 años).⁴ Dado que el objetivo es medir el PIB potencial, tomamos la tasa de paro estructural en lugar de la tasa de paro observada.⁵ La descomposición mencionada anteriormente permite entender mejor los factores clave detrás de la evolución de las horas trabajadas.

Por su parte, el crecimiento del capital lo medimos acumulando cada año la formación bruta de capital fijo sobre el stock de capital, tras descontar la depreciación del stock de capital.⁶

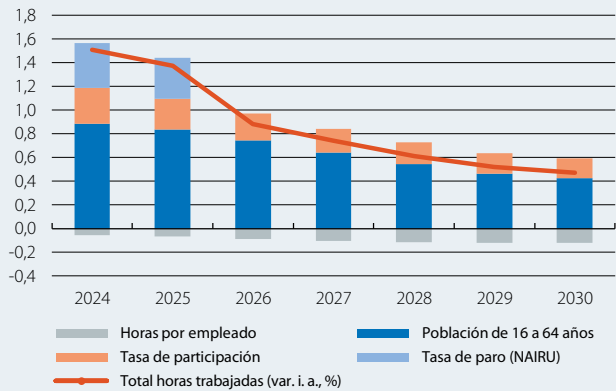
La PTF se obtiene como un residuo, es decir, la diferencia entre el crecimiento del PIB real menos la suma ponderada del crecimiento del factor trabajo y del capital. La PTF captura todo aquello que hace que la producción crezca por encima de lo que permitiría la acumulación de los factores de producción considerados (trabajo y capital). En este sentido, la PTF captura ganancias de productividad, pero también puede capturar otras dinámicas como una medición inexacta de los factores de producción. En particular, dado que el factor trabajo en nuestro modelo solo tiene en cuenta la evolución de la cantidad de horas trabajadas, nuestra estimación de la PTF incluye cambios en la calidad del factor trabajo, que, según otros análisis, ha mejorado de forma considerable a lo largo de las últimas décadas.⁷

Finalmente, una vez obtenemos la evolución de la PTF, el factor trabajo y el capital, definimos los valores potenciales de cada variable como su componente tendencial y a partir de estos estimamos la evolución del PIB potencial.⁸ Por supuesto, el PIB observado puede ser menor o mayor que el PIB potencial. Si el PIB observado se sitúa por debajo del potencial, quiere decir que hay una infrutilización de la capacidad económica, y a la inversa. A modo de ejemplo, pensemos en el periodo entre 2009 y 2012, afectado por la crisis financiera y la deuda soberana. Durante este periodo, el PIB potencial cayó, debido a que el shock que afectó a nuestra economía redujo su capacidad productiva. Sin embargo, el PIB observado cayó en mayor medida que el potencial, lo que sugiere que, más allá de la pérdida de la capacidad productiva a la que estuvo sometida nuestra economía, hubo además una infrutilización de los recursos productivos.

En este artículo nos centraremos en el cálculo del crecimiento del PIB potencial y no en la determinación de su nivel. Así pues, un crecimiento del PIB observado mayor al del PIB potencial puede sugerir que, o bien se está cerran-

4. La tasa de actividad se define como la suma de los parados y los empleados sobre la población en edad de trabajar (16-64 años).
 5. Definimos la tasa de paro estructural como la tasa de paro compatible con una inflación cercana al objetivo del banco central. La tasa de paro estructural no es observable y hay que estimarla.
 6. La tasa de depreciación la obtenemos a partir de las tasas de depreciación asociadas a cada subcategoría del stock de capital, ponderando por el peso de cada subcategoría sobre el stock total.
 7. Bontadini et al. (2023), «EUKLEMS & INTANTProd: industry productivity accounts with intangibles», ofrece una estimación del impacto del aumento de la calidad del factor trabajo.
 8. Para obtener el componente tendencial usamos el filtro de Hodrick-Prescott.

España: contribuciones al crecimiento de las horas potenciales trabajadas (p.p.)



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

do la brecha entre el PIB observado y el real (porque había una brecha negativa), o bien que se está ampliando (porque la brecha ya era positiva) y que la economía se está sobrecalentando.

Supuestos acerca de la evolución de las horas trabajadas

¿Cuáles son los supuestos de crecimiento de cada uno de los componentes que conforma nuestra previsión de las horas trabajadas?

En el primer gráfico se muestran los supuestos sobre la evolución de la tasa de paro estructural, la población en edad de trabajar, la tasa de actividad y las horas trabajadas por empleado.

Para la tasa de paro estructural, tomamos la previsión de la Comisión Europea, que llega hasta 2025 y supone que la tasa de paro estructural se reduce hasta el 11,3%. A partir de allí, suponemos que la tasa se mantiene plana a este nivel, un supuesto que puede considerarse conservador, porque es plausible que la tasa de paro estructural siga reduciéndose. Para las dinámicas de la población en edad de trabajar, tomamos las proyecciones demográficas del INE (que para 2030, por ejemplo, suponen un crecimiento del 0,15%). Por lo que se refiere a la tasa de actividad, suponemos un ligero aumento en el horizonte de proyección, y para las horas trabajadas, tomamos como referencia la caída anual promedio que se produjo entre 2014 y 2019 (-0,12%).

En base a estos supuestos, el segundo gráfico muestra la proyección del crecimiento de las horas trabajadas entre 2024 y 2030, y el desglose de las contribuciones de cada componente. Inicialmente, las horas trabajadas se ven favorecidas por una disminución en la tasa de desempleo estructural. No obstante, desde 2026, al asumir que esta tasa se estabiliza, este factor se desvanece. A partir de ahí, las tendencias demográficas adquieren un mayor relieve e imprimen una moderación gradual, pero sostenida, del crecimiento de las horas trabajadas debido a la ralentización del crecimiento de la población en edad de trabajar.

Perspectivas de crecimiento del PIB potencial

En el tercer gráfico se muestra la comparación entre la evolución que ha tenido desde principios del milenio el crecimiento del PIB potencial, según nuestra estimación, con la que ha tenido el PIB. Durante la pandemia de 2020, el crecimiento del PIB potencial experimentó una caída, aunque menor que la del PIB observado.⁹ Esta caída más contenida se atribuye a que, según nuestro modelo, el acusado descenso de las horas trabajadas y de la inversión se consideran eventos puntuales. A partir de 2021, el crecimiento del PIB potencial se ha recuperado y estimamos que alcanzó su máximo en 2023.

En el cuarto gráfico, presentamos nuestras proyecciones para el crecimiento del PIB potencial de 2024 a 2030, y detallamos la contribución de los distintos factores. En conjunto, esperamos que el crecimiento potencial de la economía oscile alrededor del 1,7% en el trienio entre 2024 y 2026, y que disminuya gradualmente hasta alcanzar el 1,3% en 2030. Nuestra previsión supone un retorno rápido del crecimiento de la PTF hacia su promedio histórico del 0,7% anual a lo largo del horizonte de proyección. Observamos una disminución progresiva de la contribución del factor trabajo, debido a los factores demográficos comentados anteriormente, que se compensa parcialmente con una mejora de la aportación del capital. Después del bajo nivel de inversión que se ha producido entre 2021 y 2023, esperamos una cierta recuperación en los próximos años, lo que debería impulsar la contribución del factor capital al crecimiento. Nuestra previsión de crecimiento del PIB potencial a medio plazo del 1,3% es similar a la que ofrecen otras instituciones. Así, por ejemplo, el Banco de España estima un crecimiento potencial del 1,1% en 2030 en ausencia de los fondos europeos NGEU, pero, si se tienen en cuenta los fondos NGEU, aumenta la previsión hasta una horquilla entre el 1,3% y el 1,9%, en función de los supuestos acerca del impacto de los fondos. Por su parte, la AIReF estima un crecimiento potencial del 1,3% a medio plazo (a partir de 2028).¹⁰

La incertidumbre que rodea las previsiones de crecimiento del PIB potencial es alta debido a diversos factores, que van desde cuestiones técnicas en la medición y especificación del modelo, hasta los supuestos que subyacen las previsiones. Para ejemplificar la incertidumbre acerca del último punto, consideramos dos ejercicios de sensibilidad.

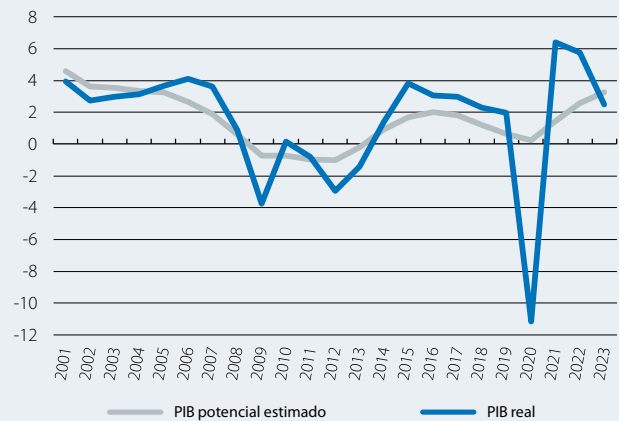
- El primero examina el efecto que tendría una mayor reducción de la tasa de paro estructural. Concretamente, si suponemos que sigue reduciéndose más allá de 2025, a una tasa de 0,3 p. p. cada año,¹¹ este cambio llevaría la tasa de paro estructural algo por debajo del 10% en 2030 y aumentaría el crecimiento potencial de la economía en 0,2 p. p. hasta el 1,5% en 2030.

9. El Banco de España y la Comisión Europea obtienen resultados similares. El Banco de España estima un crecimiento potencial del PIB en 2020 en torno al 0,0% (véase Cuadrado, P. et. al. «El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia», n.º 2208, Banco de España, 2022) y la Comisión, del 0,3%.

10. Véase Cuadrado, Pilar, et. al. «El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia», n.º 2208, Banco de España, 2022, y el «Informe sobre las líneas fundamentales de los presupuestos de las administraciones públicas 2024», de la AIReF.

España: PIB vs. PIB potencial

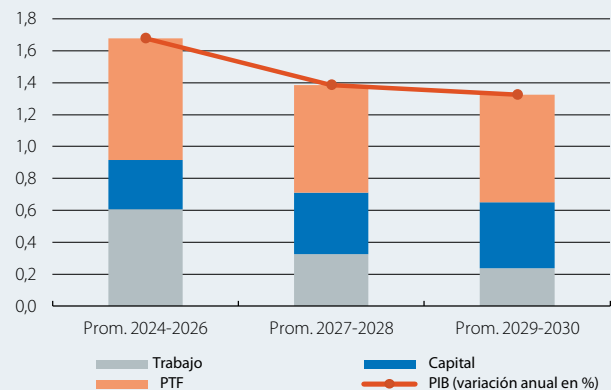
Variación anual (%)



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

España: crecimiento potencial del PIB, contribuciones

(p. p.)



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

- El segundo ejercicio considera un escenario con un mayor ritmo de crecimiento de la inversión.¹² Concretamente, se supone que la inversión crece 1 p. p. más al año hasta 2030. De materializarse este escenario, el crecimiento potencial del PIB aumentaría de manera gradual y en 2030 se situaría en el 1,5%. Este incremento podría ser superior si, además, se tuviera en cuenta el efecto que ello podría tener sobre el crecimiento de la productividad de la economía.

A modo de resumen, prevemos que el crecimiento potencial de la economía española se sitúe en un promedio del 1,7% entre 2024 y 2026, pero que a partir de ahí se vaya moderando debido a factores demográficos, hasta alcanzar el 1,3% en 2030. Ante la perspectiva de un crecimiento potencial a medio plazo moderado, es perentorio plantear reformas estructurales que impulsen la inversión, mejoren la eficiencia del mercado laboral y fomenten un mayor crecimiento de la productividad.

Oriol Carreras

11. Este ritmo es similar a la reducción promedio anual de la tasa de paro estructural observada en el periodo 2014-2019 (de 0,4 p. p. por año).

12. Este mejor comportamiento se podría explicar por un mayor impacto del previsto actualmente de los fondos NGEU sobre la economía.

Innovación en España: algo por debajo de la UE

La innovación es una variable clave para aumentar el crecimiento de potencial de las economías. En este artículo analizamos la evolución en España del índice de innovación construido por la Comisión Europea para poner un poco de luz en esta temática. Este índice¹ se construye a partir de 32 indicadores agrupados en 12 dimensiones tales como: atracción de talento, inversión en investigación y desarrollo, y uso de tecnologías de la información. En 2023, de las 38 economías europeas analizadas, el valor más bajo del índice lo presentaba Ucrania (índice de 33 puntos) y el más elevado Suiza (índice de 151 puntos). Asimismo, la media del índice en la UE, de 108,5 puntos en 2023,² se situaba un 11% por debajo de EE. UU., el paradigma de la innovación.

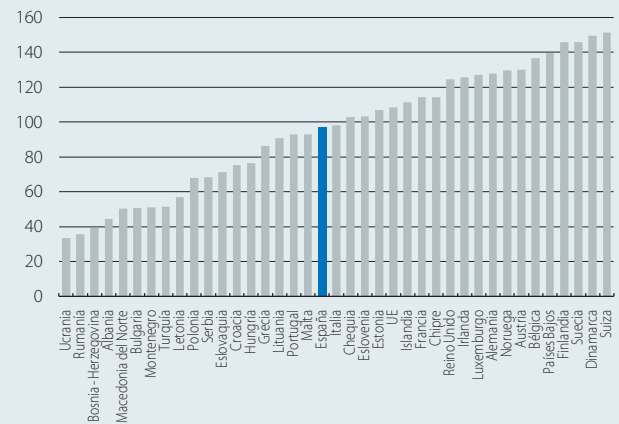
España en comparación con la UE: hay margen de mejora

En 2023, el índice de innovación en España se situó en los 96 puntos, un 11% por debajo de la media de la UE. Hace siete años, cuando se introdujo este índice, España se situaba un 13% por debajo del promedio comunitario, así que, aunque hemos reducido algo la brecha con la eurozona, todavía estamos por debajo. En relación con nuestros principales pares europeos, en 2023 el índice en España se situaba un 15% por debajo de los niveles de Francia, un 25% por debajo de Alemania, un 1% por debajo de Italia, pero un 4% por encima de Portugal.

Constatados estos datos, ¿por qué España se sitúa en innovación algo por debajo de la UE y de nuestros principales socios europeos? Para contestar a esta pregunta comparamos España con la media europea en 2023 en algunas dimensiones clave del índice de innovación.

Los resultados, que se pueden observar en el tercer gráfico, muestran que España está claramente mejor que la UE en la fracción de trabajadores con competencias digitales avanzadas y relativamente cerca en empleo en ocupaciones intensivas en conocimiento. Por contra, dos dimensiones donde debemos mejorar (ya que nos encontramos muy atrás) es en el grado de innovación en pymes y en gasto en I+D invertido por el sector privado. El hecho de que España esté comparativamente mejor en competencias digitales avanzadas y en empleo tecnológico inyecta un mensaje esperanzador de cara a reducir la brecha con Europa. Tres reflexiones son en cualquier caso ineludibles. Primero, es esencial que no haya *skill mismatches*, de tal forma que estas habilidades se logren emparejar con puestos de trabajo con elevado potencial innovador. La

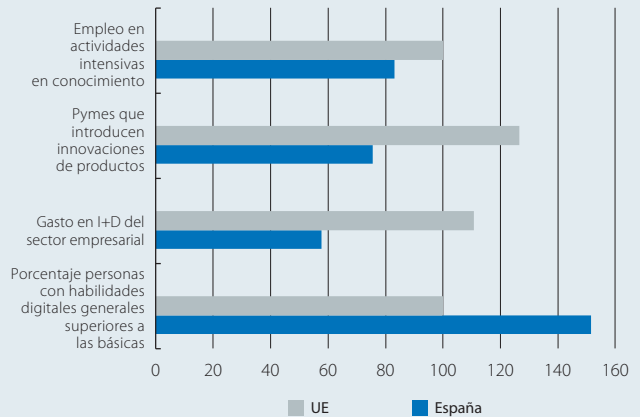
Índice de innovación 2023: comparativa europea



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

Subpilares índice innovación: comparativa España vs. UE

Ratio entre España y UE (%)



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

evidencia hasta la fecha indica que alinear las habilidades de la oferta de trabajo con lo que piden las empresas es una asignatura pendiente de la economía española.³ Segundo, es esencial una mayor inversión en I+D para dar el salto cualitativo al que aspiramos. Y tercero, es imprescindible que en un país en el que las pymes son una parte muy importante del tejido productivo, los avances en innovación se difundan ampliamente en el tejido empresarial y que las pymes ganen escala.⁴

Javier García Arenas

(Véase una versión extendida de este artículo en caixabankresearch.com)

1. El índice normaliza por el tamaño poblacional de cada país o región para que los resultados no se vean determinados por la población.
 2. 100 en 2016. Los promedios de la UE son siempre ponderados por el peso poblacional de cada país.
 3. El 76% de las empresas reportan una brecha de habilidades entre lo que sus organizaciones necesitan y la formación que ofrece el sistema universitario. Al mismo tiempo, el 79% de las empresas informan de una brecha de habilidades entre los candidatos con formación profesional. Véase Canals, J. (2020). «Changes in the portfolio of skills needed by Spanish companies following COVID-19».

4. En España, el nivel de productividad de las grandes empresas es más del doble que el de las microempresas. Además, varios estudios destacan que las grandes empresas tienen una mayor propensión a invertir en activos intangibles. Sin embargo, el peso de las empresas de tamaño mediano o grande en la economía española es menor que en otros países. En España, alrededor del 35% de la ocupación está en empresas de más de 50 empleados, una proporción que se sitúa en el 66% en Alemania.

La economía española sigue reduciendo su deuda externa

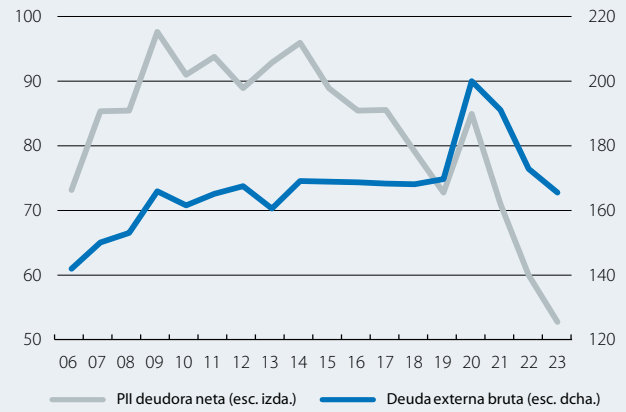
Una vez superado el *shock* de la pandemia, la economía española ha retomado la senda de corrección de uno de sus tradicionales desequilibrios, el endeudamiento externo; a ello está contribuyendo la elevada capacidad de financiación que ha sido capaz de mantener. En este sentido, España no solo acumula 12 años consecutivos con capacidad de financiación, sino que, además, en 2023 alcanzó un nuevo máximo histórico (3,7% del PIB vs. 1,5% el año anterior),¹ como resultado de los superávits anotados por las balanzas corriente y de capital (2,6% y 1,1%, respectivamente): en el primer caso, refleja la creciente competitividad de nuestro tejido productivo, mientras que en el superávit de la balanza de capital están impactando los fondos europeos ligados al programa NGEU. Incluso con el estallido de la pandemia y la posterior crisis energética, la economía española logró mantener capacidad de financiación, lo que muestra el carácter estructural de la mejora del desequilibrio externo.

Como consecuencia de lo anterior, el año pasado se siguió reduciendo el saldo deudor de la posición de inversión internacional neta (PIIN) de España, que mide la diferencia entre los activos y los pasivos financieros frente al resto del mundo, hasta 771.383 millones de euros, el 52,8% del PIB, el mejor registro desde 2003 (60,0% en 2022). Aunque sigue siendo un nivel alto, que supera ampliamente el umbral del 35,0% fijado por la Comisión Europea en el procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM),² es muy destacable la reducción acumulada en los últimos años: nada menos que 45 puntos desde el máximo de 2009.

Mención especial merece la notable reducción de la PIIN deudora del Banco de España, que pasó de un 18,5% del PIB en 2022 a un 8,7% un año después. Este comportamiento estuvo condicionado por el fin de las compras de activos del BCE,³ lo que ha empezado a deshacer el efecto negativo que, mecánicamente, habían generado dichas compras en el periodo 2015-2022 sobre la PII del Banco de España, a través de su posición frente al Eurosistema, y por los desembolsos procedentes de los fondos NGEU.⁴

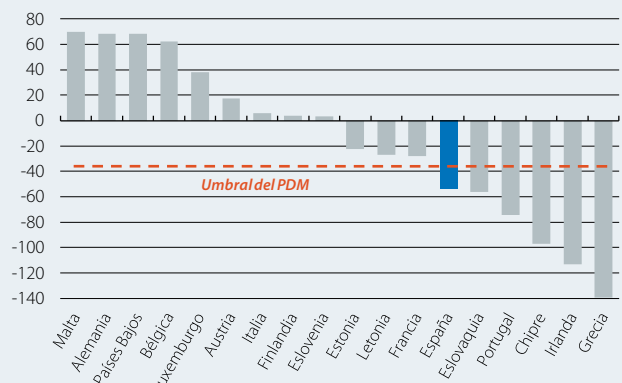
1. En contraste, en el periodo 2000-2008 la economía registró una necesidad de financiación del 5,6% del PIB en promedio anual.
 2. Mecanismo de supervisión, cuyo objetivo es prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos en los países de la UE.
 3. Las compras netas finalizaron en 2022, tanto para el Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, en sus siglas en inglés) como para el Programa de Compra de Activos (APP), mientras que las brutas lo hicieron a lo largo de 2023 para el APP.
 4. La llegada de fondos en forma de subvención tiene impacto, en un primer momento, en la cuenta financiera del Banco de España (como una disminución de pasivos) y de las AA. PP. (aumento de pasivos). Véase <https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/docs/notaNGEU.pdf>

España: PII deudora neta y deuda externa bruta (% sobre el PIB)



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

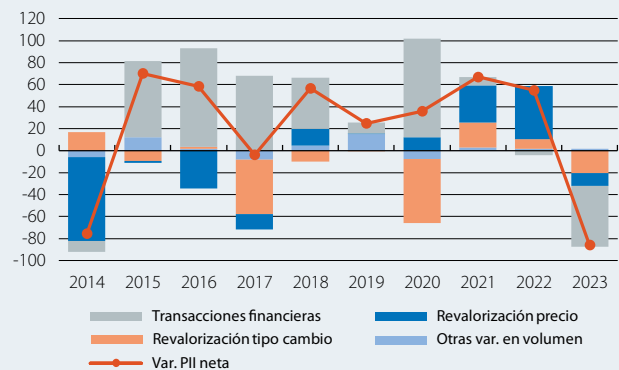
Eurozona: PII neta (% del PIB)



Nota: Datos del 3T 2023.

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

España: variación anual de la PII neta por componentes *
(Miles de millones de euros)



Nota: * Sin Banco de España.

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

Si excluimos el Banco de España, el saldo deudor de la PIIN de la economía se incrementó en 2023 en 85.723 millones de euros, algo que no sucedía desde 2017, hasta un total de 644.104 millones. Este deterioro procedió de unos efectos netos de valoración que resultaron negativos (por variaciones en los tipos de cambio y/o en los precios) como, sobre todo, del importe negativo de las transacciones financieras con el exterior. Es decir, el aumento neto de los pasivos frente al exterior fue superior al de los activos (entrada neta de capitales) (véase el gráfico 3). En cuanto a los efectos de valoración, los tipos de cambio tuvieron un impacto negativo más intenso en los activos, debido, principalmente, a la depreciación del dólar, muy acusada en el último tramo del año. En el caso de los precios, su aumento afectó en mayor medida a los pasivos, dado su mayor volumen.

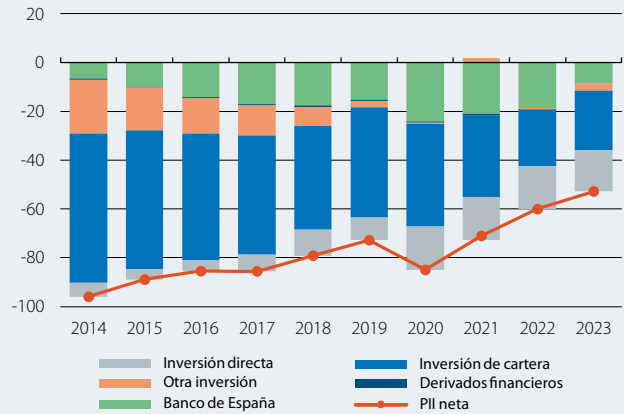
Por instrumentos financieros, salvo los derivados, todos ampliaron en volumen su saldo deudor en 2023, sobre todo la inversión de cartera, debido al impacto de los precios y a las transacciones financieras negativas con el exterior (los pasivos crecieron más que los activos). En el caso de la inversión directa,⁵ el deterioro se debió principalmente al impacto del tipo de cambio,⁶ mientras que en la otra inversión⁷ fue el resultado, fundamentalmente, de las entradas netas de capitales.

Por sectores, solo los otros sectores residentes (OSR) redujeron su saldo deudor en volumen, y lo hicieron de forma notable al registrar el menor saldo desde el 2000. Por el contrario, empeoraron su posición, tanto las Administraciones públicas (AA. PP.) como, especialmente, las instituciones financieras monetarias (IFM), que pasaron de un saldo acreedor a uno deudor.

En cuanto a la deuda externa bruta,⁸ retomó la senda alcista que se quebró en 2022 y creció con intensidad en volumen, hasta 2,419 billones de euros, desde 2,327 billones del año anterior. Sin embargo, fruto del crecimiento del PIB nominal, la ratio de deuda sobre el PIB continuó reduciéndose hasta el 165,5% (172,8% anterior), mejorando, incluso, los registros prepandemia (169,7% en 2019). Por sectores, la reducción de la deuda bruta se concentró en las AA. PP. (44,0% del PIB, apenas 1 décima menos que en 2022), los OSR (20,3% vs. 21,6%) y, sobre todo, el Banco de España (36,3% vs. 46,9%). En este último caso, una vez

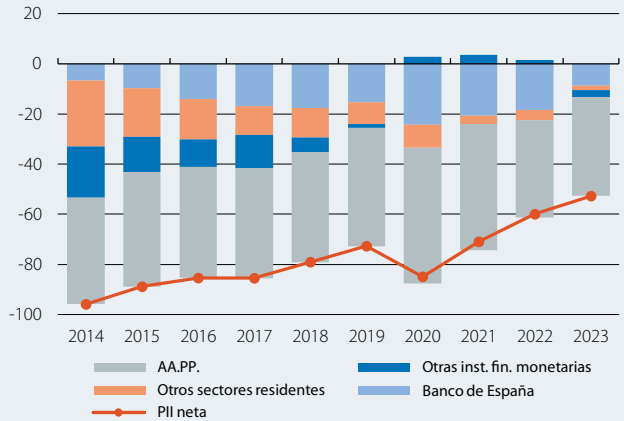
5. Acciones y otras formas de participación, beneficios reinvertidos, inversiones en inmuebles y financiación entre empresas relacionadas.
 6. No obstante, dado el notable aumento del PIB nominal (8,6%), el saldo deudor de la inversión directa en términos de PIB mejoró ligeramente el año pasado (16,8% vs. 17,4% en 2022).
 7. Fundamentalmente préstamos, repos y depósitos.
 8. Comprende el saldo de todos los pasivos que generan obligaciones futuras de pago (principal, intereses o ambos), es decir, está compuesta por los instrumentos financieros incluidos en los pasivos de la PII, excepto los de renta variable (acciones, otras participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión) y los derivados financieros.
 9. Banco de España (2023): Informe de Estabilidad Financiera, otoño.

España: PII neta por instrumentos financieros (% del PIB)



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

España: PII neta por sectores institucionales (% del PIB)



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

concluida la compra de deuda pública por parte del Euro-sistema, una parte de la deuda dejó de estar en manos del Banco de España y volvió a contabilizarse en manos de no residentes. En cambio, la deuda de las IFM creció casi 6 puntos hasta el 46,4% del PIB, la ratio más alta desde 2012, debido a la entrada de capitales canalizada principalmente en forma de depósitos.

Además de la clara senda descendente en la que se encuentra el endeudamiento externo, otra noticia positiva que contribuye a mitigar la vulnerabilidad de la economía ante posibles shocks en los mercados financieros, especialmente en un contexto de tipos de interés altos, es la composición de dichos pasivos: predominan los emitidos por el sector público (el 48% corresponde a deuda de las AA. PP. y el Banco de España), a largo plazo, a tipo de interés fijo y denominados en euros, reduciendo, en consecuencia, los riesgos de refinanciación, de tipo de interés y de tipo de cambio.⁹

Sergio Díaz Valverde

La balanza de rentas se resiente de la subida de tipos de interés

La balanza por cuenta corriente mostró una gran mejora en 2023. Tras anotar un superávit del 0,6% del PIB en 2022, en 2023 el superávit aumentó hasta el 2,6%. Todas las subbalanzas contribuyeron a esta mejora, salvo la de rentas, cuyo déficit se amplió hasta el 1,5% del PIB, el nivel más elevado de los últimos 10 años. En este artículo, entraremos en el detalle de la balanza de rentas y analizaremos los motivos que explican su deterioro en este último año. Tal y como veremos, el deterioro de la balanza de rentas ha ido muy ligado al aumento de los tipos de interés que tuvo lugar en 2022 y 2023.

¿Qué contabiliza la balanza de rentas?

La balanza de rentas es un componente de la balanza de pagos de una nación que se centra en contabilizar los flujos de los rendimientos del trabajo y del capital, además de transferencias sin contrapartida.¹ Se divide en dos subcomponentes:

- Renta primaria: contabiliza los ingresos y pagos de la remuneración al capital y al trabajo nacional empleado en el extranjero y viceversa. Por ejemplo, la renta primaria recoge como ingreso los salarios de trabajadores transfronterizos españoles y los rendimientos de inversiones españolas en el extranjero. Por contrapartida, los rendimientos de inversiones de extranjeros en España contabilizan como gasto.
- Renta secundaria: registra las transferencias sin contrapartida, por ejemplo, remesas de trabajadores extranjeros a sus países de origen o transferencias públicas a organismos internacionales, como las contribuciones anuales a los presupuestos de la UE.

Origen del déficit de balanza de rentas

La balanza de rentas en España muestra un déficit estructural histórico, muy ligado a la posición deudora de la economía española frente al exterior. La magnitud del déficit ha fluctuado a lo largo de los años, alcanzando un máximo en 2008 del 4,2% del PIB. Desde entonces, se ha producido una remarcable mejora y estabilización, con un promedio de déficit anual del 0,8% del PIB desde 2014 hasta 2022. Sin embargo, 2023 ha concluido con un notable deterioro de la balanza de rentas, cuyo déficit se ha elevado hasta el 1,5% del PIB desde el 0,6% del PIB de 2022, contrastando con el excepcional desempeño de la balanza de bienes y servicios.²

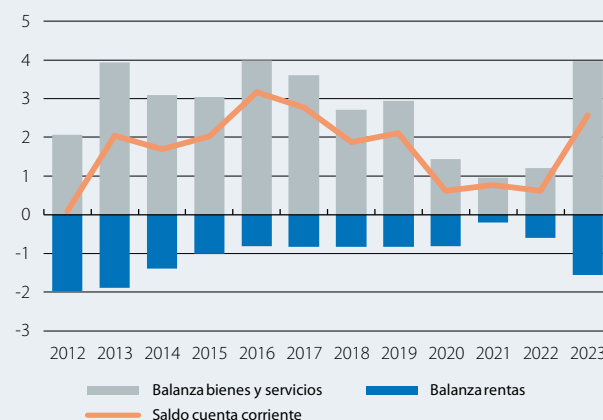
Tal y como muestra el segundo gráfico, las rentas primarias son la principal fuente de volatilidad dentro del saldo

1. Para información más detallada, consultar la [Nota metodológica ES \(bde.es\)](#) publicada por el Banco de España.

2. Para más detalle sobre el desempeño de la cuenta corriente en 2023, véase el Focus «[La balanza por cuenta corriente española en perspectiva europea](#)» en el IM03/2024.

España: balanza por cuenta corriente

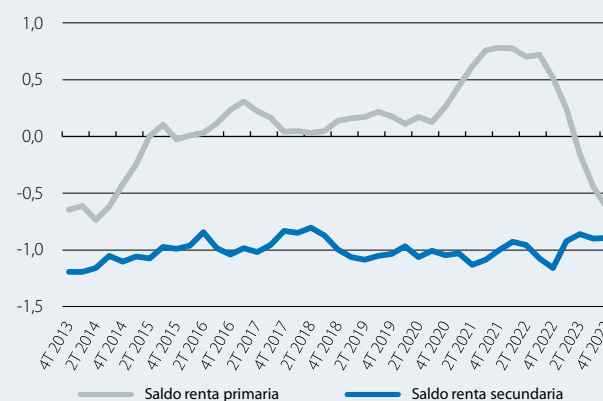
(% del PIB)



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

España: composición de la balanza de rentas

(% del PIB) *



Nota: * Datos acumulados de 4 trimestres.

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

de la balanza de rentas, mientras que el saldo de la renta secundaria ha sido muy estable. Del mismo modo, observamos que el deterioro de la balanza de rentas de 2023 ha procedido del empeoramiento de la balanza de renta primaria, cuyo saldo ha sido negativo (-0,63% del PIB vs. +0,5% del PIB en 2022) por primera vez desde 2016, siendo responsable de la totalidad del deterioro de la balanza de rentas.

Poniendo el foco sobre la renta primaria, esta se compone por tres elementos: rentas de la inversión, rentas del trabajo y otras rentas primarias. Las rentas de la inversión conforman la mayor parte de los flujos de la balanza de rentas, suponen el 87% de los ingresos y el 95% de los pagos (promedio 2014-2019) y son las causantes del deterioro del saldo de la renta primaria en 2023. Así, el saldo de las rentas de inversión ha pasado de un 0,07% del PIB en 2022 a un -1,0 del PIB en 2023.

Descendiendo en el análisis, en el tercer gráfico, mostramos el saldo, en porcentaje del PIB, de las rentas de inversión desglosado según sus cuatro componentes: rentas de inversión directa, rentas de inversión de cartera, rentas de activos de reserva y otras rentas de inversión.³

Si bien las rentas de inversión directa y de inversión de cartera constituyen habitualmente la mayor parte de los flujos de las rentas de inversión, el deterioro observado en el último año en el saldo total de las rentas de inversión no es atribuible a ellas, pues sus saldos se han mantenido relativamente estables. El deterioro de la balanza de rentas es casi exclusivamente atribuible al deterioro de las «otras rentas de inversión», que incluyen mayoritariamente pagos e ingresos de intereses en depósitos, repos y préstamos, y que ha pasado de un déficit de 0,2% del PIB a cierre de 2022 a un déficit del 1,01% del PIB a finales de 2023.

El déficit y los tipos de interés

Este deterioro en la balanza de otras rentas de inversión en el último año está fuertemente ligado a dos elementos: el cambio en la política monetaria europea de los dos últimos años y el aumento de la posición deudora de la economía española frente al exterior en otras inversiones dada la entrada de capitales producida en 2023, lo que ha supuesto un mayor impacto de la subida de los tipos de interés en los pagos al exterior que en los ingresos.⁴

Como se puede observar en el último gráfico, el balance de otras rentas de inversión responde de forma inversa a los cambios en tipos de interés: cuando suben los tipos de interés, aumenta el déficit de las otras rentas de inversión. Esto tiene sentido, pues los conceptos incluidos en «otra inversión» son aquellos más sensibles a cambios en tipos de interés, dado que tienen repercusión en los intereses a pagar en préstamos comerciales y en depósitos. Asimismo, se observa que la traslación del impacto de la subida de los tipos de interés sobre las otras rentas de inversión ha sido bastante rápida. Según nuestra estimación, el saldo de las otras rentas de inversión se ve afectado por cambios en el euríbor que tienen lugar en el año en curso y los que tuvieron lugar un año atrás, pero los cambios que tuvieron lugar hace dos o más años dejan de tener impacto.⁵ De este modo, un aumento de 1 p. p. del euríbor daría lugar a un deterioro gradual del saldo de las otras rentas

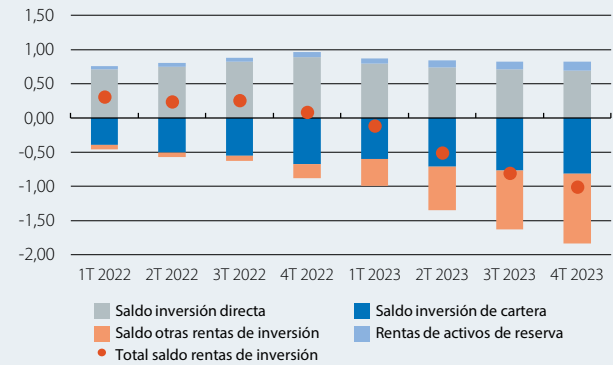
3. Las rentas de inversión directa incluyen las remuneraciones derivadas de empresas extranjeras ejerciendo su actividad en territorio nacional y viceversa. Las rentas de inversión en cartera incluyen todos los flujos monetarios con el exterior de rentabilidades asociadas a acciones y participaciones en fondos de inversión y títulos de deuda.

4. Para más información acerca de la evolución de la posición de inversión internacional neta de España, véase el Focus «La economía española sigue reduciendo su deuda» en este mismo Informe Mensual.

5. Realizamos una regresión de la variación del saldo de las otras rentas de inversión (acumulado de cuatro trimestres) sobre la variación del euríbor 12 meses en el trimestre en curso, el retardo de cuatro trimestres y el retardo de ocho trimestres. Todos los coeficientes son estadísticamente significativos excepto el del retardo de ocho trimestres.

España: composición del saldo de rentas de inversión

(% del PIB) *



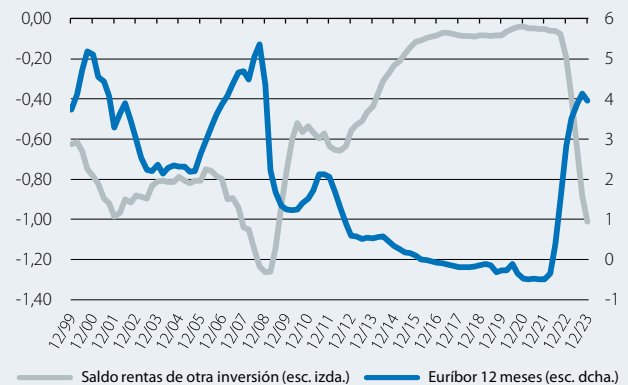
Nota: * Acumulado de 4 trimestres.

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

España: balanza rentas otra inversión vs. tipos de interés

(% del PIB)

(Euríbor 12 meses)



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

de inversión que alcanzaría los 0,15 p. p. al año siguiente desde que se produjo el aumento del euríbor. A partir de allí, sin embargo, el saldo se estabilizaría.

En definitiva, la subida de tipos que ha efectuado el BCE durante 2022 y 2023 ha afectado de manera negativa a la balanza de rentas de nuestra cuenta corriente. Sin embargo, dada la rápida velocidad de traslación de los movimientos de tipos sobre el saldo de la balanza de rentas, cabe esperar que, en el supuesto que el BCE empiece a bajar los tipos de manera gradual a partir de la mitad de 2024, el deterioro de la balanza de rentas se debería frenar en 2024 y empezar a corregir en 2025.

Erik Solé Vives

Un año excepcional para el sector de la restauración en España

El sector turístico ha sido fuente de buenas noticias para la economía española desde el final de las restricciones a la movilidad e interacción social en 2022. Después de ser uno de los sectores más afectados por las consecuencias de la pandemia, el turismo español ha experimentado una rápida recuperación, que se completó en 2023. En paralelo, y beneficiado por esta extraordinaria reactivación del turismo, el sector de la restauración también destaca como uno de los más dinámicos. El sector facturó cerca de 100.000 millones de euros en 2023, una cifra récord, que supone un crecimiento del 9,2% respecto a 2022 y supera en un 6% las ventas de 2019. Además, la restauración marcó también máximos en el número de afiliados, tras emplear a 1,4 millones de empleados en 2023, un 4,5% más que en 2022. No obstante, la pandemia ha forzado cierto proceso de consolidación en los últimos años, ya que hay un 8% menos de empresas de restauración activas, unas 232.000 empresas en 2023 que se distribuyen en 263.500 establecimientos, donde predominan los bares y las cafeterías (62% del total).

Los indicadores de consumo a partir de datos internos de gasto con tarjeta confirman esta dinámica en el sector de la restauración.¹ Tal y como se puede observar en los gráficos adjuntos, el gasto en restauración acusó una caída considerable a causa de las restricciones de la pandemia

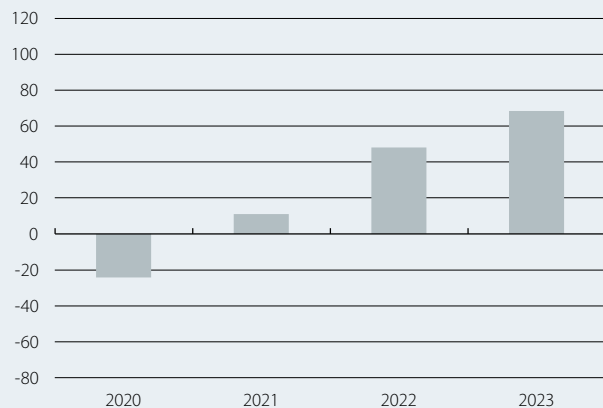
(sobre todo en las tarjetas extranjeras como consecuencia de las restricciones a la movilidad), pero desde mediados de 2021, el gasto con tarjetas españolas (y desde finales de 2021 las extranjeras) ya superaba los niveles de 2019. En 2023, el gasto ha seguido creciendo con fuerza, sobre todo el realizado por turistas extranjeros. Este crecimiento refleja también el aumento de precios en el sector (6,6% de media en 2023), que en gran medida ha trasladado los incrementos de costes que había experimentado –no hay que olvidar que la restauración ha estado expuesta a los incrementos del precio de la energía y, sobre todo, de los alimentos–.

¿Hasta qué punto esta recuperación del sector ha venido impulsada por el auge del turismo internacional en 2023? Según los datos internos, el 28% de los locales de restauración dependen del gasto turístico, siendo un 10% de los mismos dependientes del turista internacional.² Obviamente, la situación no es homogénea entre regiones. La dependencia del turista internacional es especialmente elevada en las provincias con mayor atractivo fuera de nuestras fronteras: Baleares, Málaga, Las Palmas y Santa Cruz de Tenerife serían las provincias más beneficiadas, ya que al menos el 35% de su gasto procede de tarjetas extranjeras (en el caso de Baleares, más del 55%). En lo que respecta al gasto del turista doméstico,³ el patrón no

España: Indicador de Consumo CaixaBank. Gasto en restauración en 2023

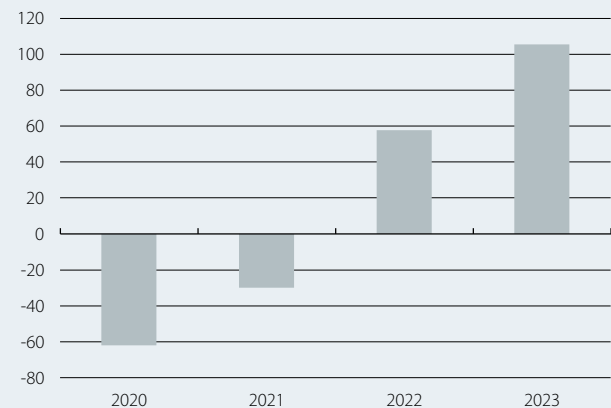
Tarjetas españolas

Variación respecto al mismo periodo de 2019 (%)



Tarjetas extranjeras

Variación respecto al mismo periodo de 2019 (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de gasto con tarjeta en el sector de restauración.

1. El Indicador de Consumo de CaixaBank Research sigue la evolución del consumo en España mediante técnicas *big data*, a partir de datos internos debidamente anonimizados, a través del gasto con tarjetas emitidas por CaixaBank, del gasto en TPV CaixaBank y de los reintegros en cajeros CaixaBank. Para más detalle sobre la metodología, véase https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2023/11/13/49/Nota%20Metodologica_RTE.pdf.

2. Se considera que un establecimiento depende del turismo si el gasto de turistas domésticos o extranjeros representa al menos el 33% de la facturación total anual.

3. Se considera gasto del turista doméstico a los gastos con tarjeta que se realizan fuera de la provincia en la que reside el titular de la tarjeta emitida por CaixaBank.

está tan claro como en el caso del internacional, pero cabe destacar los casos de Ávila, Soria, Zamora, Segovia o Teruel, donde el gasto del turista español supone al menos el 50% del total del gasto en restauración en la provincia.

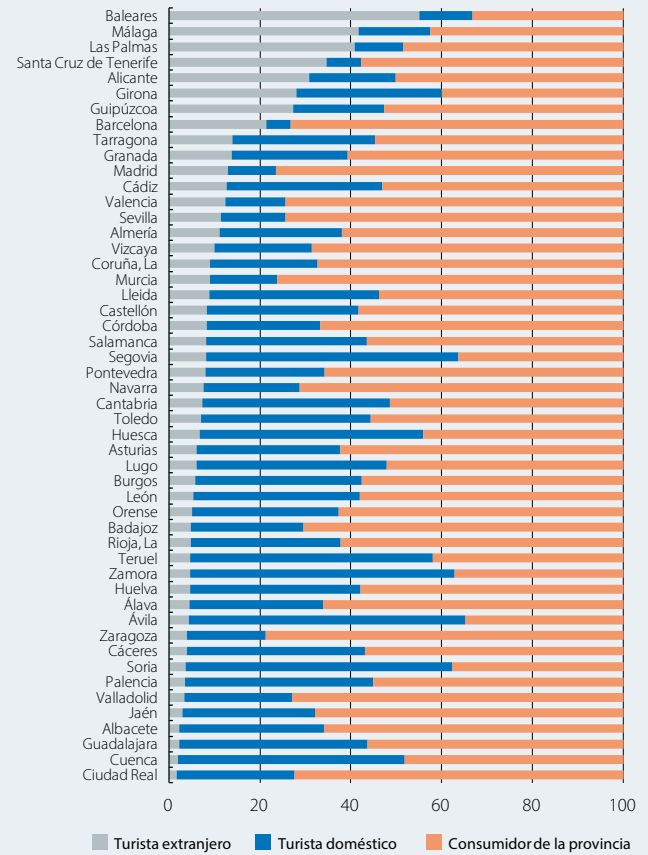
Cabe señalar que la mayor parte del gasto en restauración se concentra en los meses de la temporada estival, ya que al menos el 30% de la facturación del sector se produce entre los meses de julio y septiembre. De nuevo, la heterogeneidad entre provincias es bastante elevada. Destaca la fuerte estacionalidad de los ingresos del sector en Baleares, Girona y Cantabria, con más de la mitad de los ingresos anuales en esos tres meses del año. Por el contrario, Córdoba, Sevilla, Zaragoza, Madrid o las islas Canarias, entre otras, apenas concentran entre el 30% y el 35% del total de sus ingresos en esos meses del año.

Perspectivas para los próximos meses

Una vez alcanzadas las cifras previas a la pandemia, y en un contexto de normalización de las tasas de crecimiento de la economía, los indicadores de actividad turística siguen sorprendiendo positivamente. No obstante, cabe esperar que el crecimiento del sector turístico también tienda a normalizarse una vez alcanzados los niveles pre-pandemia en 2023.⁴ Aun así, prevemos un crecimiento del 1,5% del PIB turístico en 2024, si bien el comienzo del año está siendo mejor de lo que esta previsión indicaría. Bajo este escenario, el sector de la restauración debería mantener el buen tono del año pasado, teniendo en cuenta las perspectivas positivas para el gasto privado, gracias a la ganancia de capacidad de compra de las familias (los salarios están creciendo por encima de la inflación) y a las expectativas de moderación en los costes de producción.

Pedro Álvarez Ondina y Alberto Graziano

España: Indicador de Consumo CaixaBank. Estructura del gasto en restauración
(% sobre el total del gasto en restauración provincial)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de gasto con tarjeta en el sector de restauración.

España: gasto en restauración entre julio y septiembre
(% sobre el gasto provincial en restauración en 2023)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de gasto con tarjeta en el sector de restauración.

4. Para un mayor detalle de los factores que afectarán al sector turístico en los próximos meses, consultar el artículo «Balance y perspectivas del sector turístico español: solidez y resiliencia» del último Informe Sectorial de Turismo.

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	01/24	02/24	03/24
Industria									
Índice de producción industrial	2,2	-1,1	0,5	-2,3	-2,2	-0,5	0,3	1,5	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,8	-6,6	-4,5	-5,4	-8,2	-8,1	-5,1	-4,5	-5,6
PMI de manufacturas (valor)	51,0	48,0	50,1	48,5	47,3	45,9	49,2	51,5	51,4
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	15,4	1,1	-1,8	1,7	4,3	0,2	0,4	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	29,0	0,3	10,1	3,3	-3,1	-8,9	-10,4	...	...
Precio de la vivienda	7,4	4,0	3,5	3,6	4,5	4,2	-	-	-
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	90,6	40,7	21,9	18,9	17,1	16,2	...
PMI de servicios (valor)	52,5	53,6	56,3	56,0	50,9	51,2	52,1	54,7	56,1
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,3	2,5	2,6	2,4	2,1	2,9	0,5	1,9	...
Matriculaciones de automóviles	-3,0	18,5	45,5	9,9	6,9	11,9	7,3	9,9	-4,7
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-22,5	-19,1	-16,1	-19,1	-18,7	-17,3	-16,0
Merced de trabajo									
Población ocupada ²	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 ³	3,9	-	2,5	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6
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	01/24	02/24	03/24
General	8,4	3,6	5,1	3,1	2,8	3,3	3,4	2,8	3,2
Subyacente	5,1	6,1	7,6	6,2	6,0	4,5	3,6	3,5	3,3

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	01/24	02/24	03/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	20,5	12,3	4,5	-1,4	-2,7	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	24,0	10,7	-1,2	-7,2	-7,8	...	...
Saldo corriente	8,2	38,0	22,3	28,7	35,8	38,0	40,8	...	...
Bienes y servicios	16,3	60,3	31,5	42,6	54,6	60,3	61,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-8,1	-22,3	-9,2	-14,0	-18,8	-22,3	-20,9	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	20,7	53,9	36,6	42,6	50,0	53,9	56,5	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	4,9	0,6	1,7	0,4	-0,3	0,4	1,5	2,3	...
A la vista y ahorro	7,9	-4,5	0,3	-4,0	-6,9	-7,6	-7,6	-7,0	...
A plazo y preaviso	-19,7	51,9	7,7	40,1	69,5	90,4	106,2	109,2	...
Depósitos de AA. PP.	9,6	8,7	7,4	6,8	11,3	9,4	-0,4	38,4	...
TOTAL	5,2	1,1	2,1	0,8	0,5	1,0	1,4	4,7	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	-2,5	-0,9	-2,2	-3,4	-3,7	-3,2	-2,8	...
Empresas no financieras	0,9	-3,4	-1,0	-2,7	-4,6	-5,2	-4,4	-3,9	...
Hogares - viviendas	1,0	-2,6	-1,2	-2,4	-3,4	-3,3	-3,0	-2,8	...
Hogares - otras finalidades	-0,6	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,1	...
Administraciones públicas	0,2	-3,4	-0,2	-3,3	-4,6	-5,5	-2,1	-1,8	...
TOTAL	0,7	-2,6	-0,9	-2,3	-3,4	-3,8	-3,1	-2,8	...
Tasa de morosidad (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	...	...

Notas: 1. Sin estaciones de servicio y deflactado. 2. Estimación EPA. 3. Datos medios mensuales. 4. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 5. 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.

La economía portuguesa arranca 2024 con mayor vigor del previsto

Los indicadores del 1T sugieren que la actividad se está comportando con un dinamismo más intenso del que se esperaba, y que el crecimiento del PIB en el primer trimestre podría superar nuestra previsión del 0,4% intertrimestral. Así, el indicador diario de actividad del Banco de Portugal muestra un crecimiento medio interanual del 5,8% en el 1T (con datos hasta el 20 de marzo), lo que supone una aceleración respecto al 5,5% registrado en el trimestre anterior. Asimismo, los indicadores de clima económico y los de sentimiento económico de la Comisión Europea también muestran una mejora respecto al trimestre precedente. En este contexto, el Banco de Portugal ha revisado al alza su previsión de crecimiento del PIB hasta el 2,0% para 2024 y hasta el 2,3% para 2025.

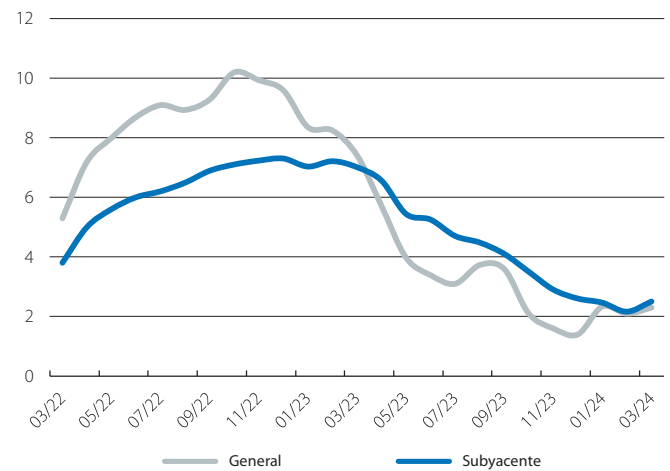
Desinflación accidentada. El proceso desinflacionista se ha visto interrumpido y se encuentra en una etapa más volátil; la inflación general ha repuntado hasta el 2,3% en marzo frente al 1,4% de diciembre y la subyacente, tras haber descendido hasta el 2,1% en febrero, ha vuelto a repuntar en marzo hasta el 2,5%, quebrando así 12 meses consecutivos de descensos.

Acusado repunte de los precios de la vivienda pese a la caída de las transacciones. Los precios de la vivienda anotaron un crecimiento medio en el año 2023 del 8,2% y ello pese a una caída de las compraventas del 18,7% respecto a 2022, hasta un total de 136.400 viviendas. Los últimos indicadores publicados apuntan que los precios siguen creciendo a un notable ritmo en el arranque de 2024: el precio por metro cuadrado de tasación bancaria aumentó un 5,5% interanual en febrero, y el índice de precios residenciales acumula hasta febrero un avance del 1,5% respecto al cierre de 2023.

Las cuentas públicas cierran 2023 con broche de oro. El superávit presupuestario se elevó hasta el 1,2% del PIB, superando así la previsión del Gobierno (0,8% del PIB) y de CaixaBank Research (0,7% del PIB) y mejorando ampliamente el registro en 2022 (déficit del 0,3% del PIB), gracias a un crecimiento de los ingresos, de un 9,0%, muy superior al de los gastos, de un 5,2%. En este contexto, la ratio de deuda pública sobre el PIB cayó 17,5 p. p. respecto a 2019 y se situó en el 99,1%, la más baja desde 2009.

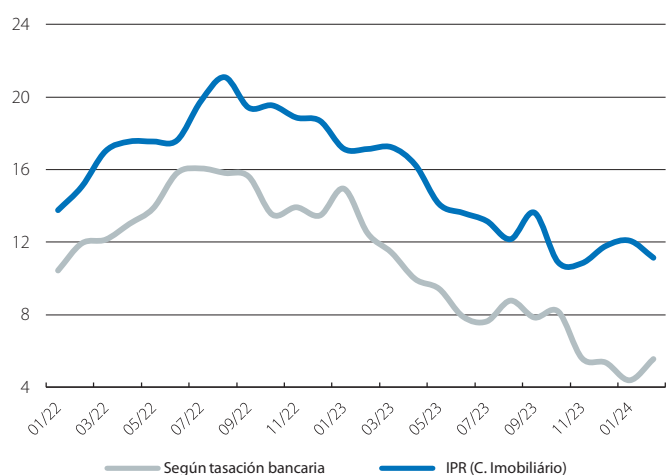
El ejercicio 2023 cerró con un superávit externo equivalente al 2,6% del PIB, lo que contribuyó a reducir la aún elevada deuda externa de la economía portuguesa. La Administración pública fue el sector que más contribuyó al superávit, con una capacidad de financiación del 1,2% del PIB, seguida de las familias (1% del PIB, 4 décimas más que en 2022); por su parte, las empresas no financieras redujeron 3 décimas su necesidad de financiación, hasta el 2% del PIB, en un contexto de débil avance de la inversión.

Portugal: IPC Variación interanual (%)



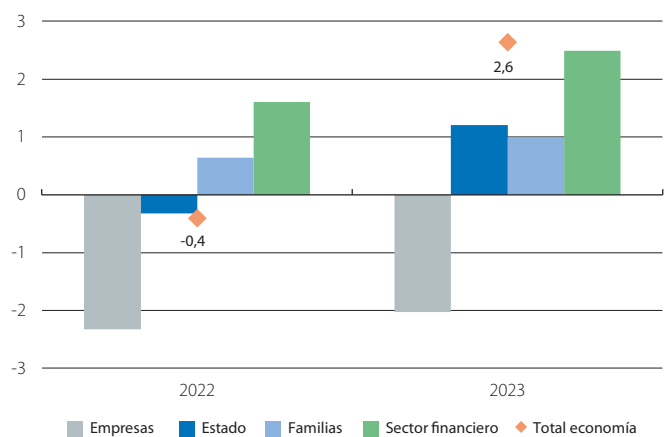
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: precios de la vivienda Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Confidencial Inmobiliario y del INE de Portugal.

Portugal: +capacidad/-necesidad de financiación de la economía (% del PIB)



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	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Índice coincidente de actividad	5,7	3,3	3,6	3,3	2,7	...	2,5	2,4	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,4	-2,7	-5,0	-4,6	-2,3	...	-1,3	1,0	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,4	-7,4	-5,6	-9,4	-9,5	-7,5	-8,2	-7,7	-6,6
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,2	5,6	1,3	9,5	1,8	...	-16,4	...	...
Compraventa de viviendas	1,3	-18,7	-22,9	-18,9	-11,4	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	13,8	9,1	9,1	8,1	6,4	...	4,4	5,5	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	52,6	24,9	19,1	...	16,1	14,5	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	15,1	7,5	13,4	5,8	-0,2	6,9	5,1	7,1	8,7
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,5	1,1	1,8	0,6	0,6	...	0,2	2,2	...
Indicador coincidente del consumo privado	3,9	2,5	2,8	2,8	2,3	...	2,2	2,2	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-29,4	-22,8	-27,2	-24,6	-26,9	-24,4	-22,6
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,2	2,0	2,8	2,2	1,6	...	2,3	1,8	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,2	6,5	6,1	6,1	6,6	...	6,6	6,7	...
PIB	6,8	2,3	2,6	1,9	2,1	...	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
General	7,8	4,4	4,4	3,5	1,7	2,2	2,3	2,1	2,3
Subyacente	5,6	5,1	5,7	4,4	3,0	2,3	2,4	2,1	2,5

Sector exterior

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	23,2	-1,1	11,8	3,0	-1,1	...	-2,0	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	31,7	-4,1	12,5	1,1	-4,1	...	-5,2	...	...
Saldo corriente	-2,8	3,6	1,5	4,1	3,6	...	4,2	...	...
Bienes y servicios	-4,7	3,3	-0,3	2,1	3,3	...	3,8	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,9	0,4	1,9	2,0	0,4	...	0,5	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-0,5	7,2	4,5	7,3	7,2	...	7,8	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	6,4	-2,3	-2,1	-2,6	-2,3	...	-1,1	1,0	...
A la vista y ahorro	7,3	-14,8	-9,0	-9,4	-14,8	...	-15,2	-13,6	...
A plazo y preaviso	5,2	14,8	7,5	6,9	14,8	...	17,8	20,1	...
Depósitos de AA. PP.	12,4	-12,4	1,4	5,5	-12,4	...	-22,5	-4,4	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,0	-2,4	-2,6	...	-1,7	0,8	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	1,7	-1,5	-1,2	-1,8	-1,5	...	-1,5	-1,1	...
Empresas no financieras	-0,6	-2,1	-3,5	-3,5	-2,1	...	-2,6	-2,0	...
Hogares - viviendas	3,2	-1,5	0,1	-0,9	-1,5	...	-1,5	-1,2	...
Hogares - otras finalidades	2,9	0,2	0,4	-0,8	0,2	...	1,6	1,7	...
Administraciones públicas	-2,7	-5,5	0,6	-1,4	-5,5	...	-4,0	-3,1	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,1	-1,8	-1,7	...	-1,5	-1,2	...
Tasa de morosidad (%)²	3,0	2,7	3,1	2,9	2,7	...	-	-	-

Notas: 1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulaciones. 2. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.

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



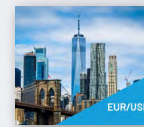
Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.

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 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.

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.



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

