



# Economía mundial: a la búsqueda de un nuevo equilibrio

José Ramón Díez Guijarro

Director Economía Internacional y Mercados

Valencia, 18 de abril de 2024



- ▶ Cuatro años después del inicio de la pandemia, la economía internacional sigue intentando corregir los **desajustes entre oferta y demanda** que se han venido acumulando desde entonces, cuya máxima expresión ha sido el intenso y sorpresivo proceso inflacionista que se desencadenó en el primer semestre de 2021, sembrando de obstáculos las decisiones de agentes económicos e inversores en los tres últimos años y, obligando a responder de manera contundente a los bancos centrales.
- ▶ La noticia positiva es la **resiliencia** que está mostrando el ciclo de negocios a una coyuntura económica y geopolítica tan compleja, así como la respuesta de la inflación a las subidas de los tipos de interés.
- ▶ **El consenso de previsiones ha virado definitivamente hacia un aterrizaje suave de la economía mundial en 2024**, con un crecimiento medio parecido al de 2023, en el que se mantienen las divergencias sectoriales y entre regiones económicas. Hemos revisado al alza la previsión de crecimiento mundial para 2024 (del 2,9% al 3%), gracias a la mejora de la previsión de las economías avanzadas (del 1,1% al 1,4%), en su mayor parte explicada por la mejora de EEUU (2,2% vs 0,8% anterior). Prácticamente sin cambios en la previsión de inflación para 2024 (5,2% mundo, 2,5% OCDE) y 2025 (3,2% mundo, 2% OCDE).
- ▶ En **política monetaria**, para este año anticipamos 4 bajadas de tipos de interés a ambos lados del Atlántico, desde el mes de junio. Y otros 100 puntos básicos en EEUU en 2025 (75 puntos básicos en Europa). El bono a 10 años alemán cerraría este año en el 2% (2,9% el bono español).
- ▶ La **economía española** destaca positivamente entre las grandes economías europeas y estabiliza su ritmo de crecimiento en el último trimestre del año 2023, con un avance del PIB del 0,6% trimestral (2,5% en 2023). Revisamos previsión al 1,9% en 2024. El punto de partida es mejor de lo esperado y el comportamiento del empleo y sector turístico son muy positivos.
- ▶ A vigilar en 2024, el **riesgo geopolítico**, la última milla de la inflación y el tono de la política fiscal global teniendo en cuenta el desafiante calendario electoral, con casi la mitad de la población mundial llamada a las urnas.

# La economía mundial sigue buscando el equilibrio

## OFERTA

- ▶ Guerra de Ucrania
- ▶ ¿Efectos IA?
- ▶ Cuellos de botella
  - ▶ Transporte
  - ▶ Microchips
- ▶ Encarecimiento de materias primas
  - ▶ Energía
  - ▶ Alimentos
- ▶ Ajustes oferta laboral
  - ▶ Demografía
  - ▶ Aumento tasa actividad



## DEMANDA

- ▶ Política fiscal (=/-)
- ▶ Condiciones financieras restrictivas
- ▶ Ahorro acumulado (-)
- ▶ Efecto riqueza
  - ▶ Inmobiliario (-)

## DESEQUILIBRIOS MACRO

Riesgos de fragmentación

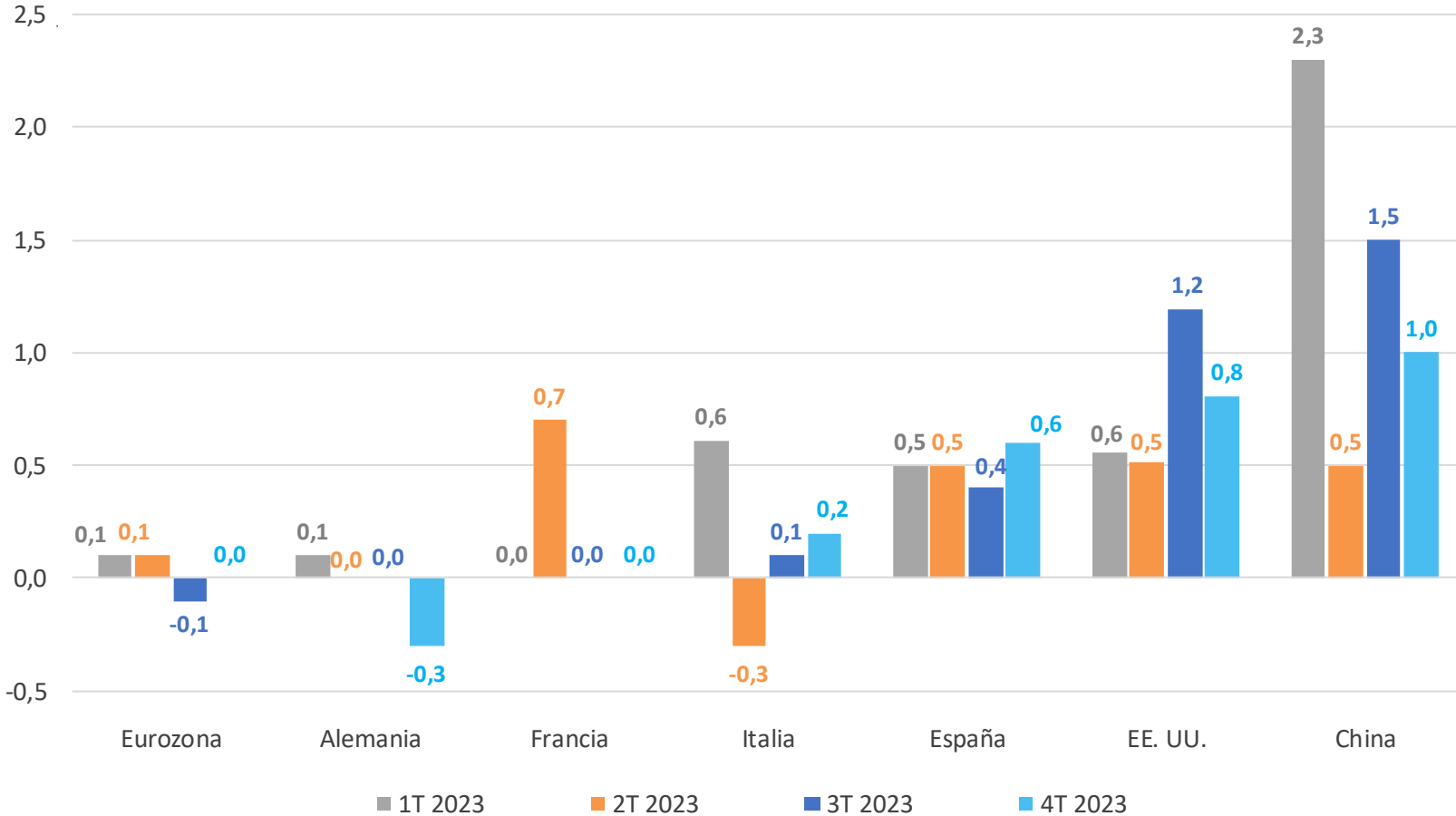
Inestabilidad financiera

Incremento de desigualdad

# Aterrizaje suave es nuestro escenario central

## PIB

Variación trimestral (%)



## PIB 4T23

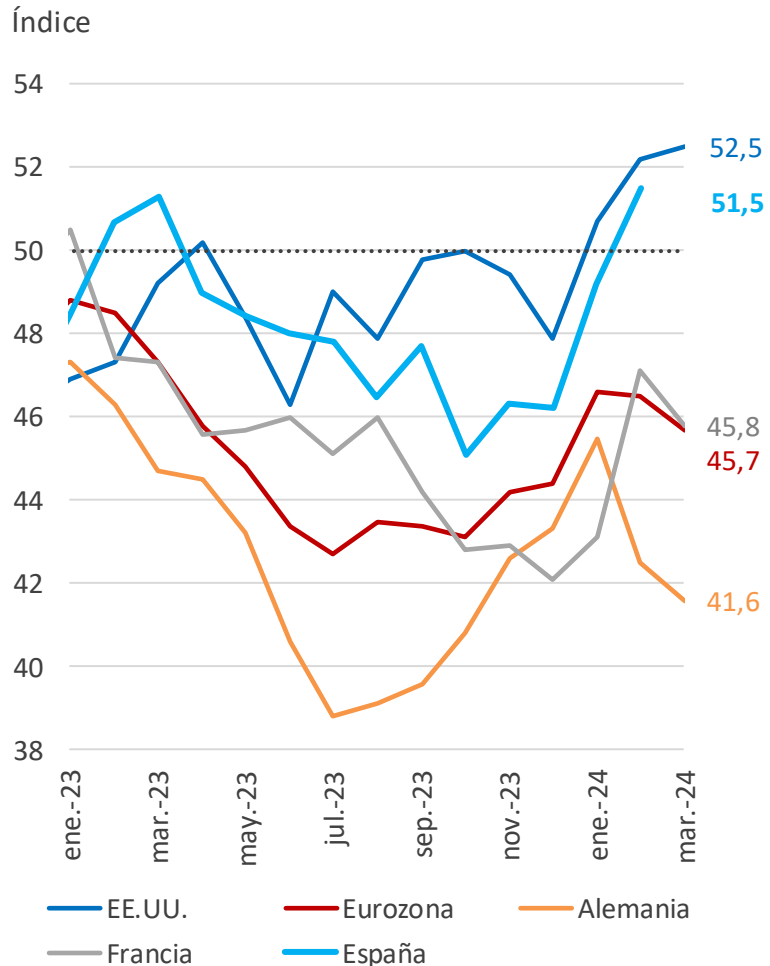
Variación respecto al 4T2019

	China	20,0%
	EE. UU.	8,2%
	Italia	3,6%
	Eurozona	3,0%
	España	2,9%
	Francia	1,8%
	Alemania	0,1%

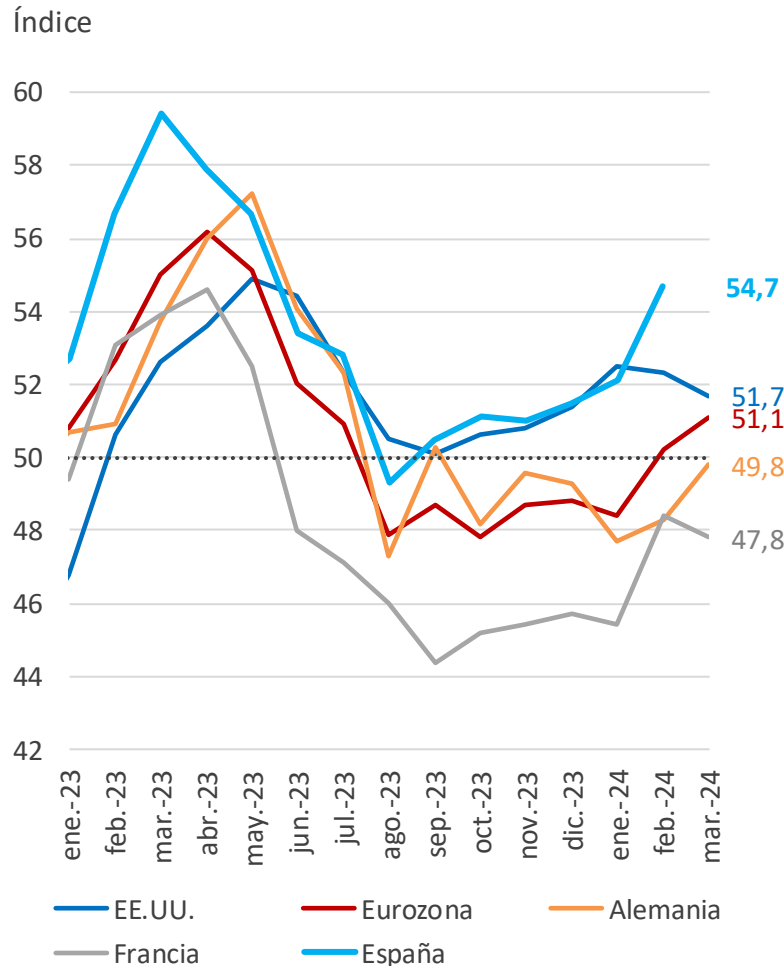
Fuente: Caixa Bank Research, a partir de Eurostat, BEA vía Refinitiv y Bloomberg.

# En el 1T se mantienen las dinámicas de cierre de año, pero con síntomas de mejoría

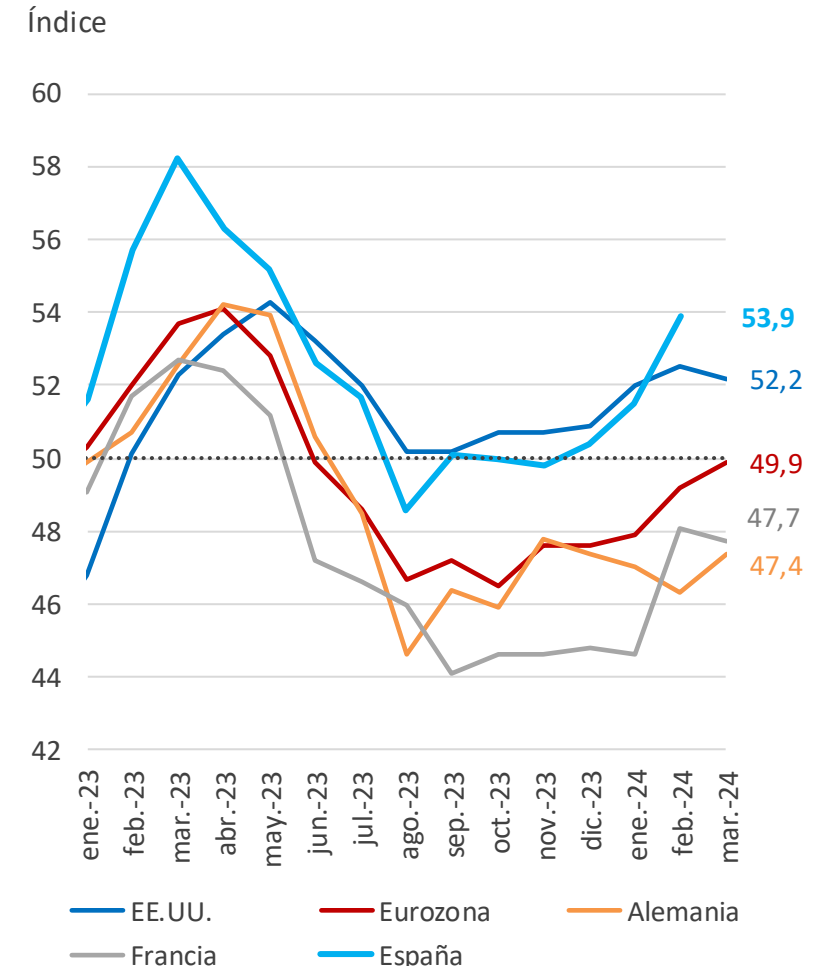
## PMI manufacturas



## PMI servicios



## PMI compuesto



**Nota:** Los datos de marzo corresponden a la publicación *flash* (no disponible para España).

**Fuente:** CaixaBankResearch a partir de datos de S&P Global PMI.

	2023	Projection		Δ WEO enero (p. p.)	
		2024	2025	2024	2025
<b>PIB mundial</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
<b>Economías avanzadas</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>
EE. UU.	2,5	2,7	1,9	0,6	0,2
<b>Eurozona</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
Alemania	-0,3	0,2	1,3	-0,3	-0,3
Francia	0,9	0,7	1,4	-0,3	-0,3
Italia	0,9	0,7	0,7	0,0	-0,4
España	2,5	1,9	2,1	0,4	0,0
<b>Economías emergentes y en desarrollo</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>4,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
China	5,2	4,6	4,1	0,0	0,0
India	7,8	6,8	6,5	0,3	0,0
Brasil	2,9	2,2	2,1	0,5	0,2
México	3,2	2,4	1,4	-0,3	-0,1
<b>Comercio mundial</b>	<b>0,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>
<b>Inflación mundial</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>4,5</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>

- ▶ El crecimiento mundial tocó fondo en 2022 y se prevé que se estabilice en 2024-25, desafiando temores de estanflación y recesión, a la par que la inflación desciende.
- ▶ La demanda ha encontrado soporte en el mercado laboral, el gasto público y el ahorro acumulado durante la pandemia.
- ▶ La resiliencia del crecimiento y la rápida desinflación apuntan a dinámicas de oferta favorables (normalización de las cadenas de suministro, desvanecimiento del shock energético, crecimiento de la fuerza laboral).
- ▶ Con todo, el crecimiento seguirá bajo en términos históricos, debido a unos tipos de interés todavía elevados, la retirada de medidas fiscales y consecuencias de largo plazo de la pandemia y la invasión rusa de Ucrania.
- ▶ Hay marcadas divergencias entre países: fuerte desempeño de EE. UU., con riesgos sobre su desinflación; rebote del crecimiento de la eurozona, pero desde niveles bajos; y flaqueza en la demanda doméstica de China.
- ▶ Los riesgos están equilibrados, pero hay retos importantes: la inflación va en la buena dirección, pero el objetivo todavía no se ha alcanzado; las dinámicas de la deuda son menos favorables; la fragmentación geoeconómica está dañando las perspectivas de crecimiento de medio plazo.



## 1. Aumento de los riesgos geopolíticos

2. Divergencia económica entre la Eurozona y EE.UU.

3. La “ultima milla” del proceso de desinflación

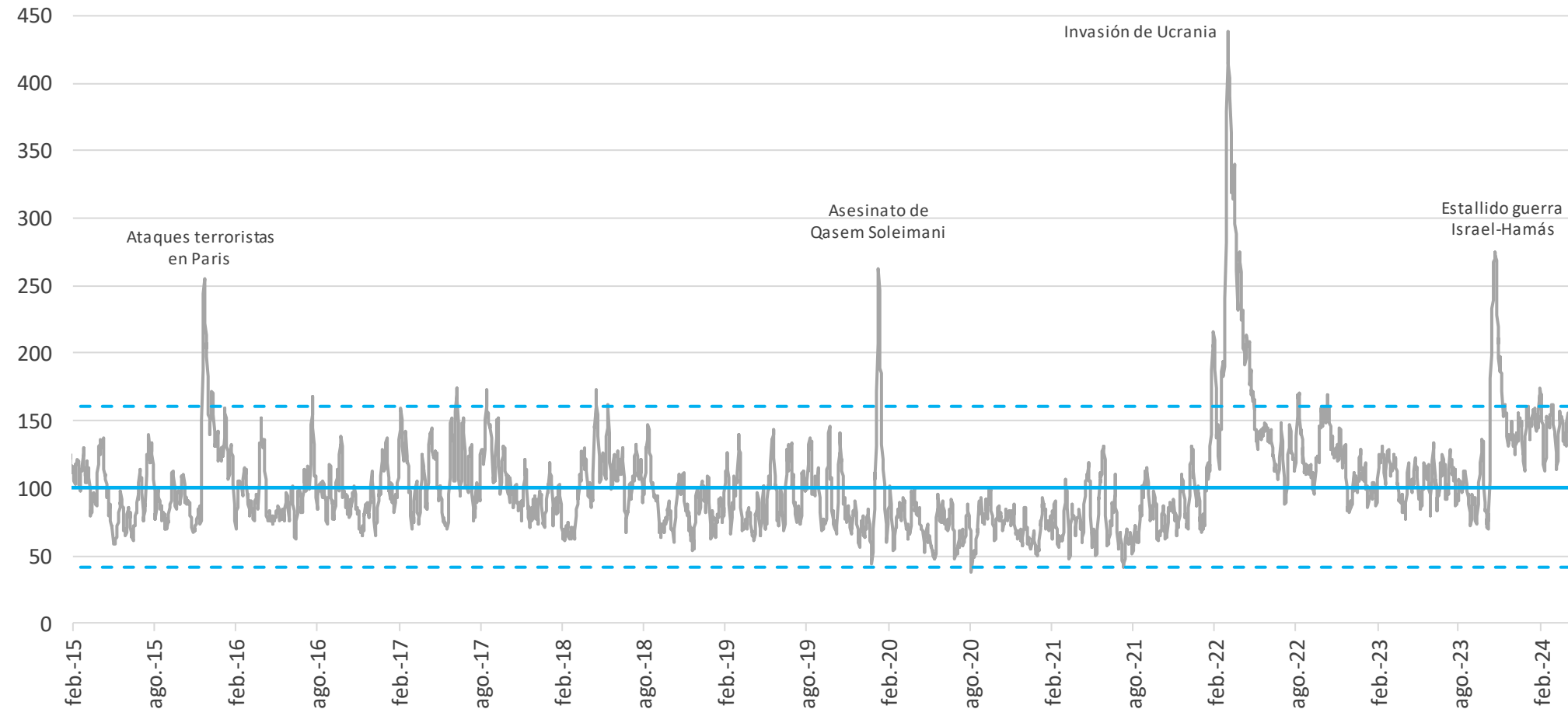
4. Inicio del proceso de recorte de tipos

5. Otros focos de atención: China, elecciones en EE.UU...

# Las métricas de riesgo geopolítico se mantienen elevadas

## Riesgo geopolítico global

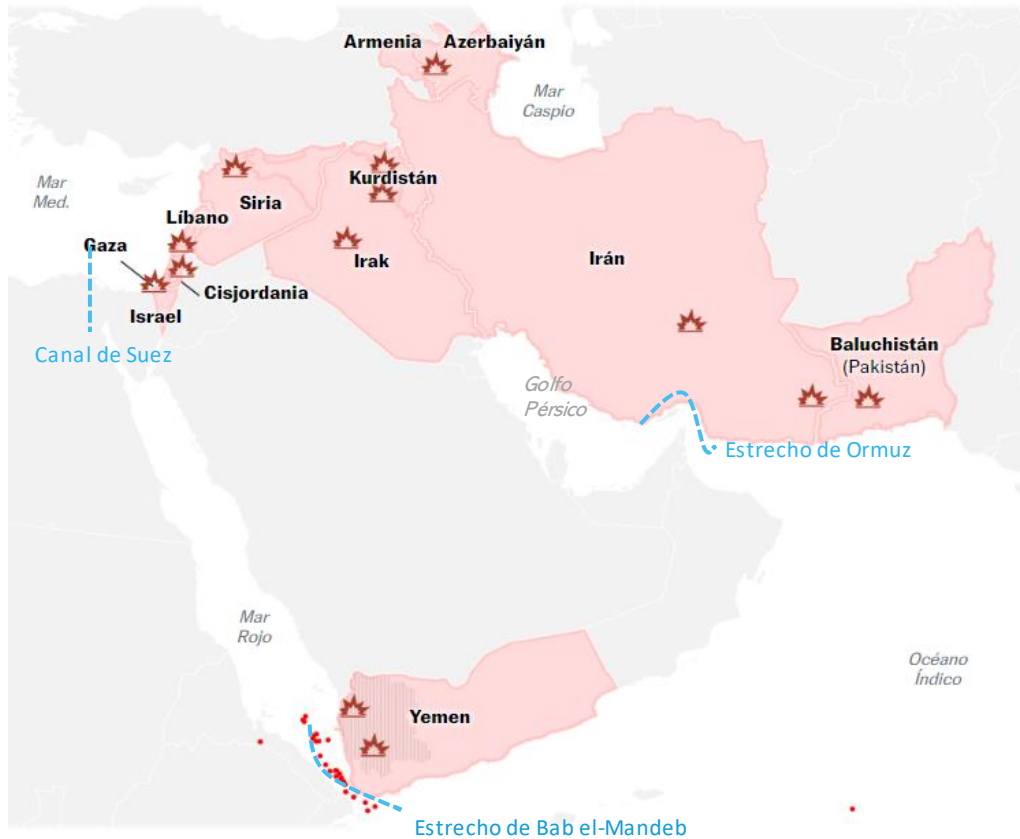
Índice



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D y Iacoviello, M (2022) "Measuring Geopolitical Risk", *AER*, 112 (4), 1194-225 (descargados de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>, el 08/04/2024).

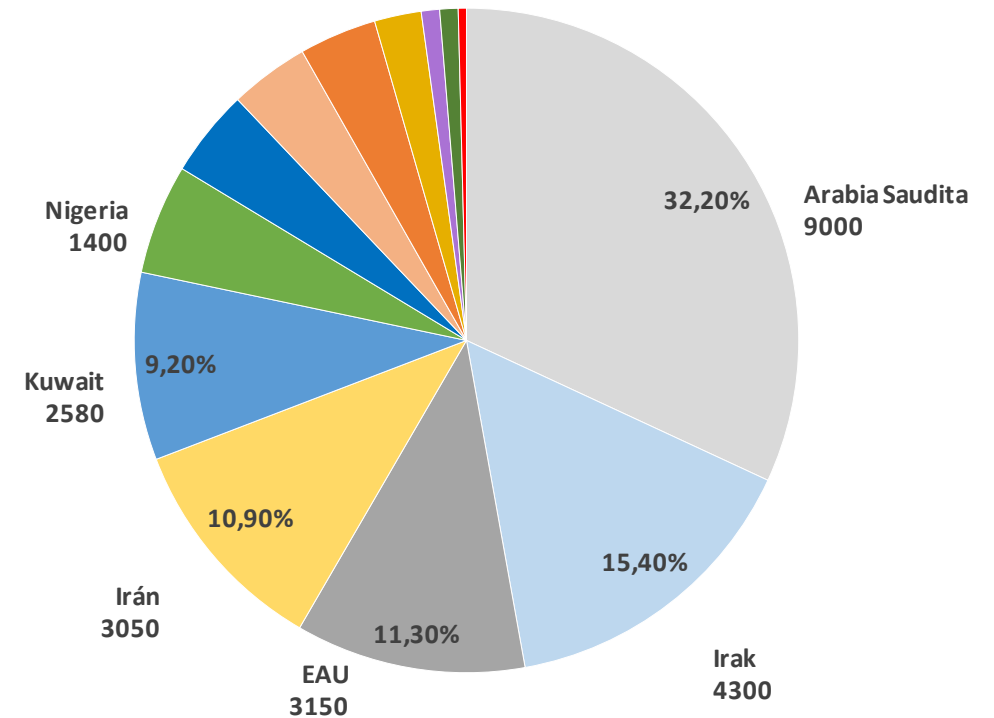


# El ataque Irán sobre Israel aumenta el riesgo de que el conflicto iniciado en Gaza se extienda a la región



Fuente: Caixa Bank Research, a partir de imagen de El País.

## Producción crudo países OPEP (% producción total OPEP)



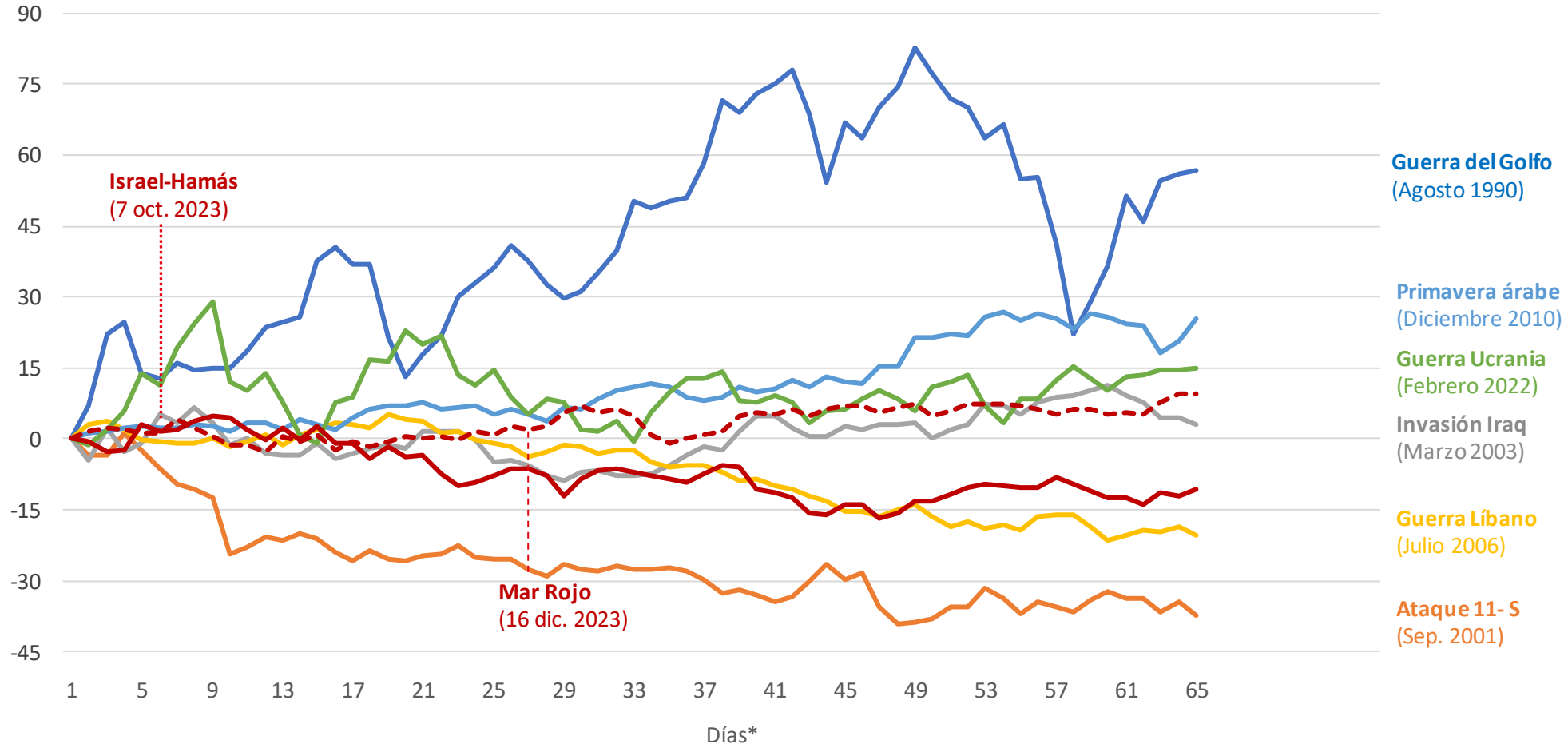
Fuente: Caixa Bank Research, a partir de datos de Bloomberg.

- ▶ Por el estrecho de Ormuz y Bab-el-Mandeb pasa más del 30% del crudo que se exporta vía marítima, equivalente a cerca del 15% del comercio mundial total de petróleo; y en torno al 20%-25% del comercio marítimo mundial de GNL.
- ▶ Además, por el Mar Rojo pasa el 12% del comercio mundial y casi el 30% del tráfico global de contenedores.
- ▶ Europa es la región más expuesta a las tensiones en esta región: casi el 23% de las importaciones procedentes de Asia llegan a Europa por vía marítima y, en su mayor parte, a través del Mar Rojo.

# El impacto sobre la cotización del crudo no tiene nada que ver con lo sufrido en crisis anteriores

## Impacto de eventos geopolíticos en el precio del petróleo

Variación (%)

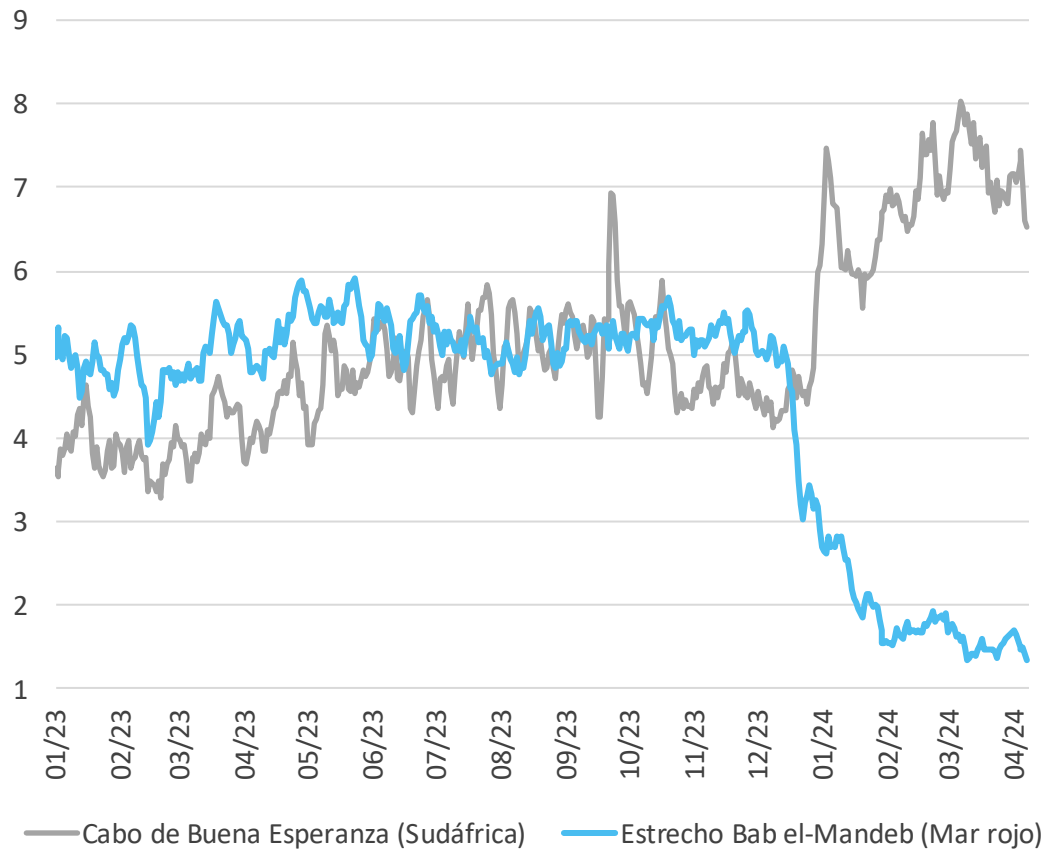


**Nota:** (\*) Días de cotización. Datos a 15 de Abril de 2024.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

# Al aumento de las tensiones en el Mar Rojo se suma el impacto de la sequía en el Canal de Panamá sobre el tráfico marítimo global

## Tráfico marítimo

Volumen (millones de toneladas métricas)

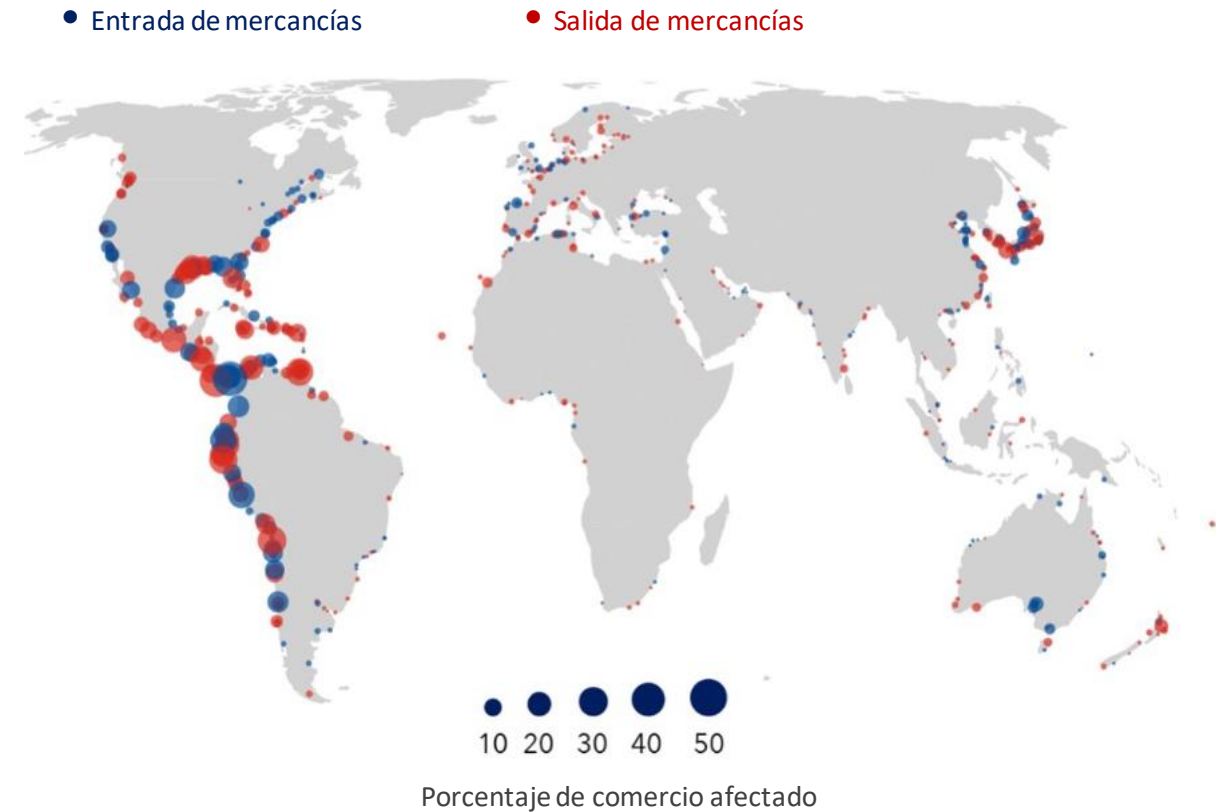


Nota: Media móvil de 7 días.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de IMF Port Watch.

## Trafico portuario afectado por la sequía en el canal de Panamá

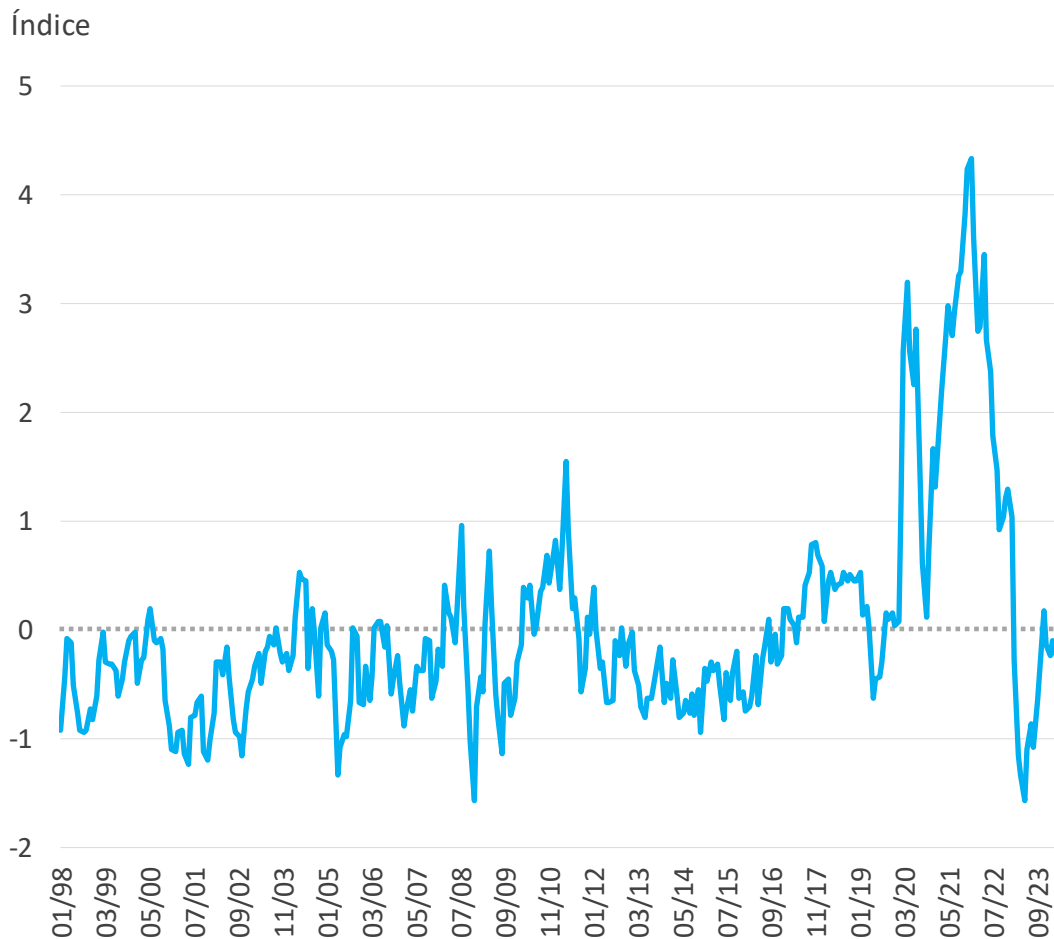
(%) del flujos comerciales afectados desde marzo de 2023



Fuente: FMI Blog.

# Por el momento, el impacto sobre las cadenas de oferta global y sobre el coste de los contenedores está siendo limitado

## Presiones a las cadenas de suministros globales

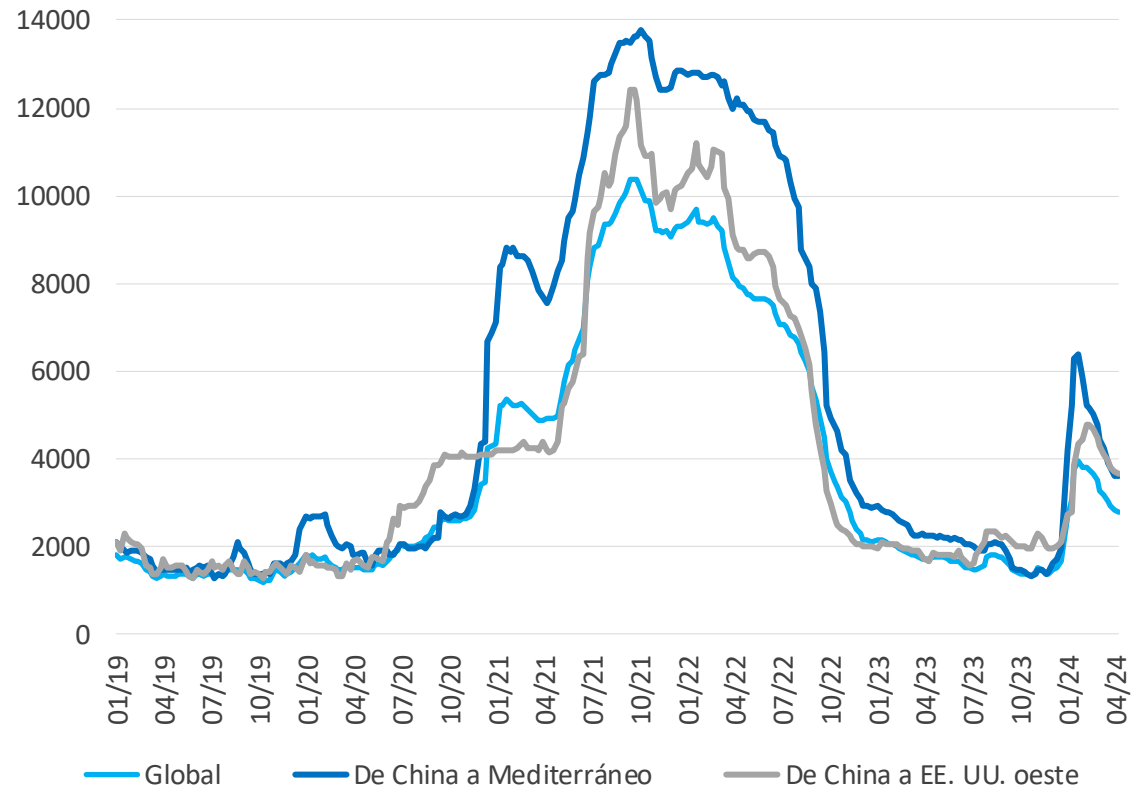


**Nota:** Global supply chain index. El promedio del índice es cero.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de Nueva York.

## Coste de contenedores en distintas rutas marítimas

Dólares por contenedor de 40 pies



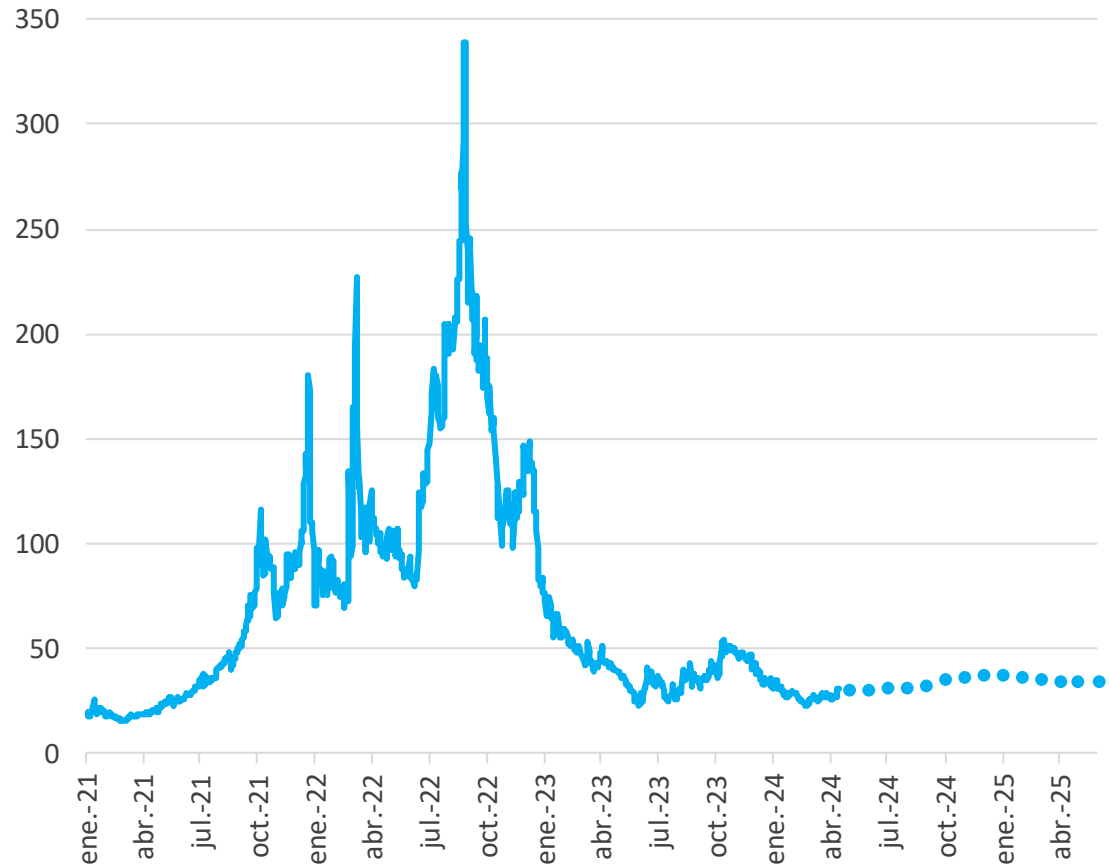
► **Nota:** El aumento observado en el precio de los contenedores podría implicar un aumento de +0,2 p. p. en la inflación núcleo de la eurozona en 2024.

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

# Las elevadas reservas de gas en un contexto de temperaturas más cálidas de lo habitual explica la estabilidad de los precios del gas

## Precio del gas TTF

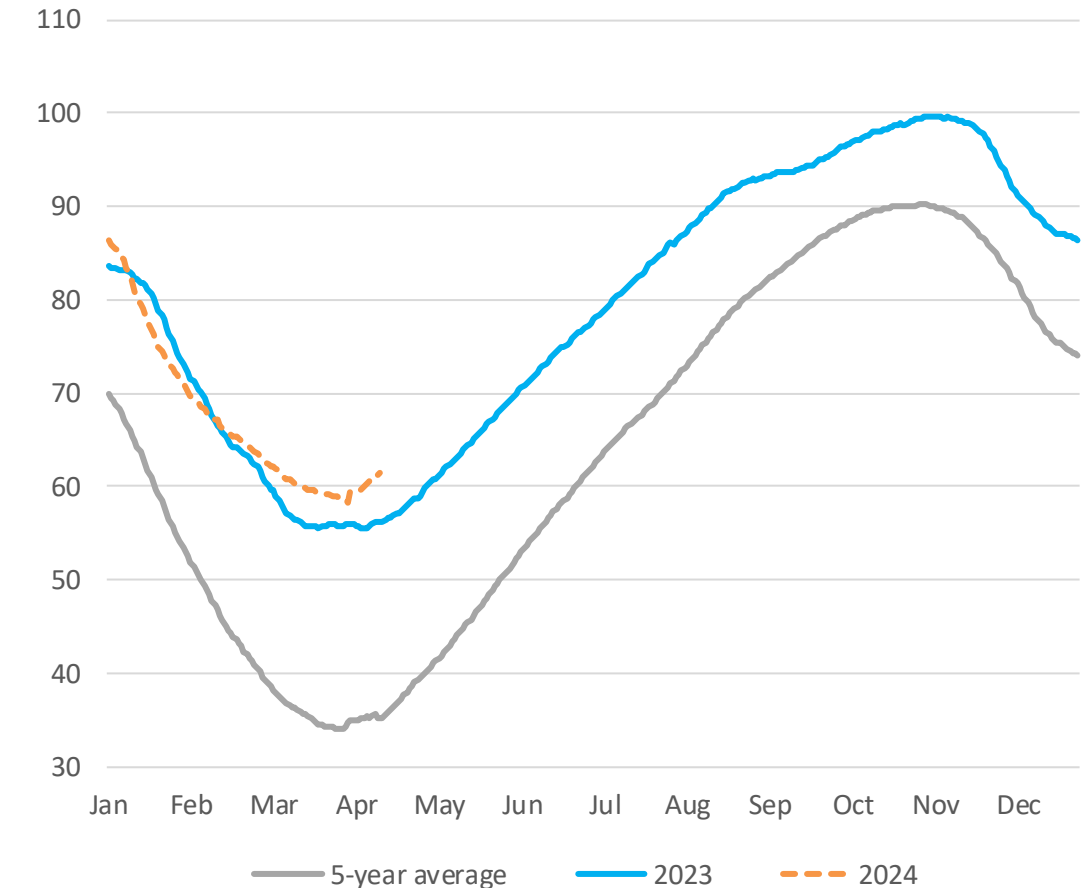
€/MWh



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

## Reservas de gas en Europa

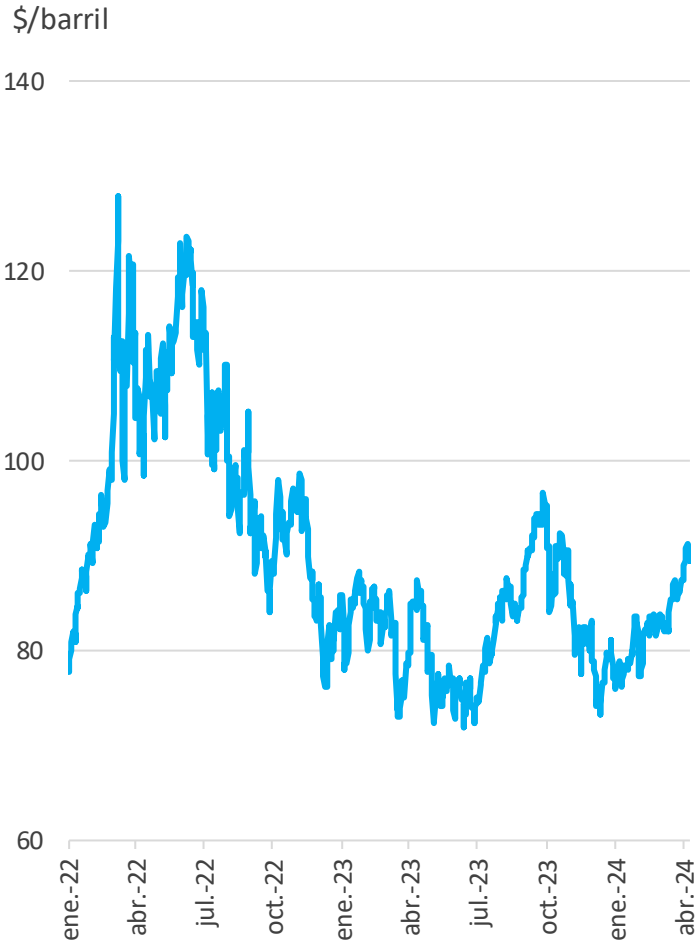
% de la capacidad total de almacenaje



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

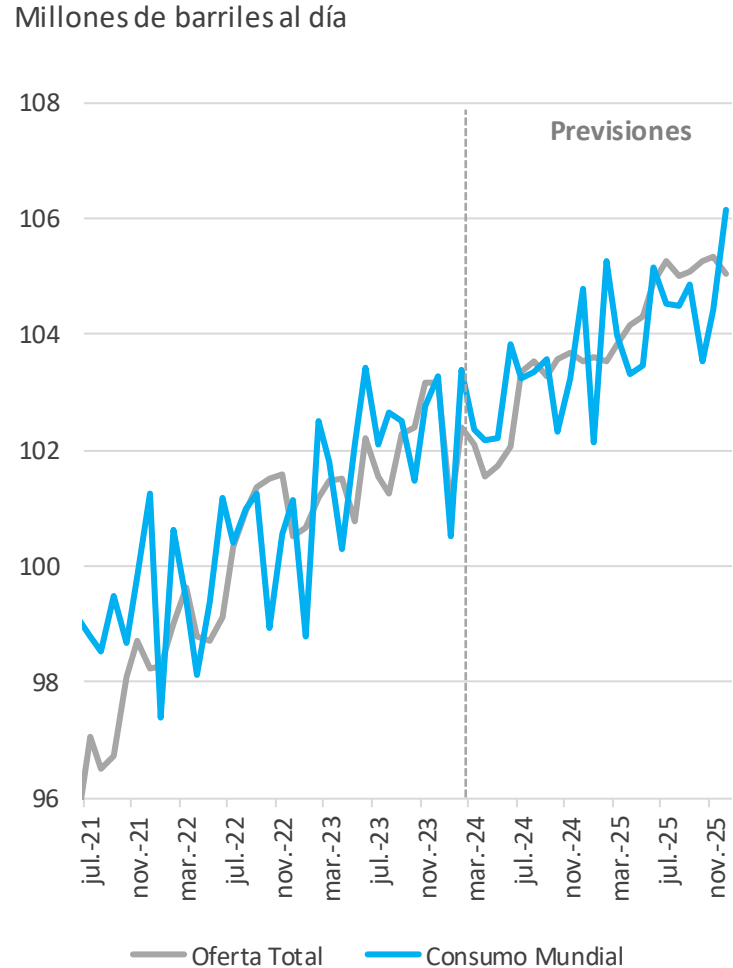
# Los riesgos geopolíticos y la contención de la oferta elevan los precios del petróleo

## Precio del Brent



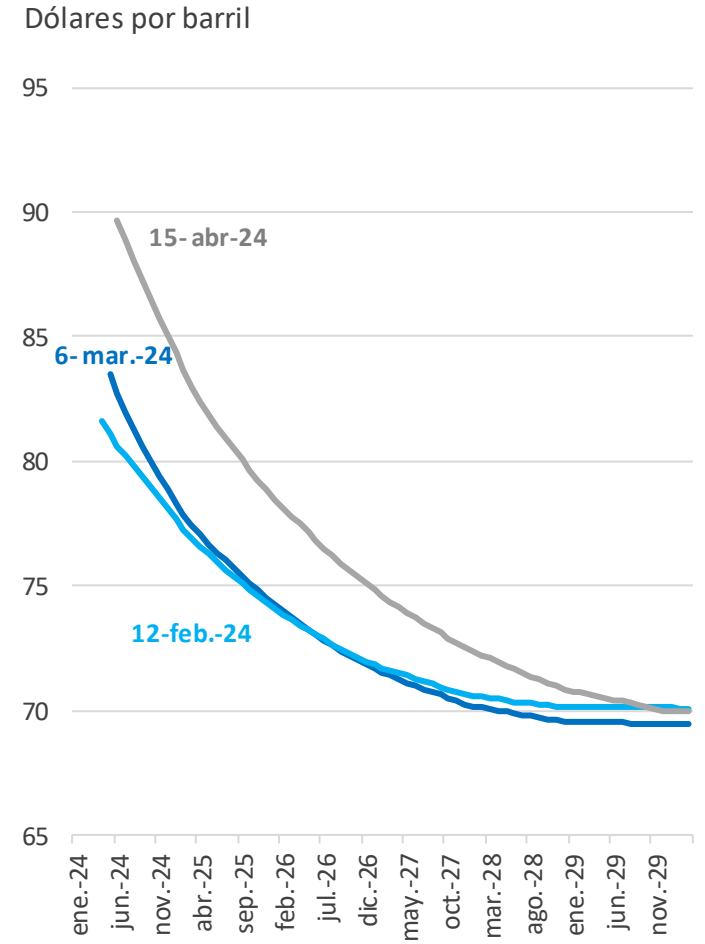
Fuente: Caixa Bank Research, a partir de datos de Bloomberg.

## Oferta y demanda global de crudo



Fuente: Caixa Bank Research, a partir de datos de EIA.

## Futuros del precio del Brent



Fuente: Caixa Bank Research, a partir de datos de Bloomberg.

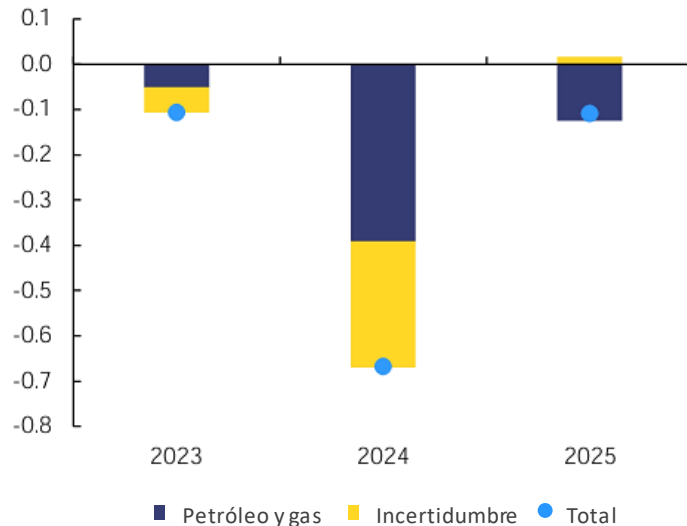
# El potencial desestabilizador de este conflicto es significativo, en especial, para la eurozona

En el análisis de riesgo a raíz de la Guerra de Gaza publicado en el **Autumn Outlook 2023**, la Comisión Europea asume:

- ▶ **Precio petróleo Brent aumenta en \$30 durante 4 trimestres** y luego se reduce gradualmente [\$92 en 2023, \$114 en 2024 y \$106 en 2025].
- ▶ **Precio del gas LNG se tensiona en un porcentaje parecido al del petróleo.**
- ▶ Aumento de las primas de riesgo en los costes de financiación de hogares y empresas en +50 p. b.
- ▶ Aumento de la tasa de ahorro de los hogares en +0.3 p. p.

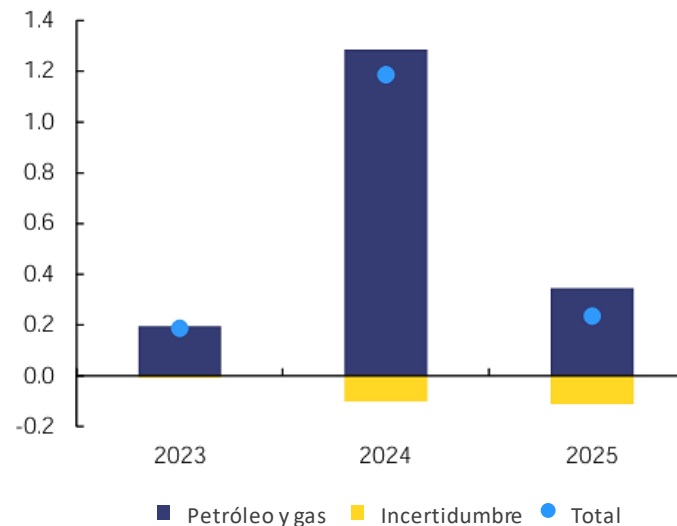
## Eurozona: crecimiento del PIB

Desviación respecto a escenario base (p. p.)



## Eurozona: inflación

Desviación respecto a escenario base (p. p.)



Como **resultado del ejercicio**:

- ▶ En **2024**, el crecimiento del PIB de la eurozona sería -0.7 p. p. inferior y la inflación +1.2 p. p. superior.
- ▶ En **2025**, el crecimiento del PIB sería -0.1 p. p. inferior y la inflación +0.2 p. p. superior.

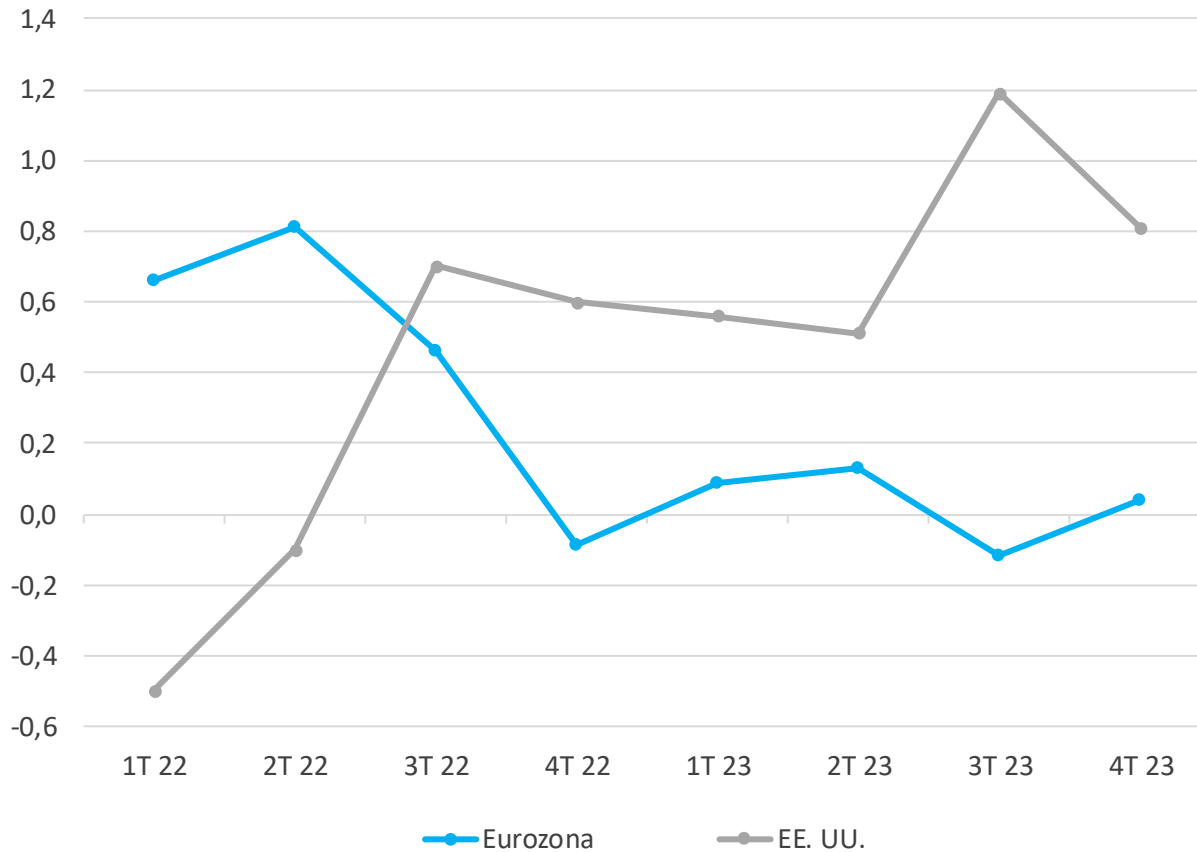
- 
1. Aumento de los riesgos geopolíticos
  - 2. Divergencia económica entre la Eurozona y EE.UU.**
  3. La "última milla" del proceso de desinflación
  4. Inicio del proceso de recorte de tipos
  5. Otros focos de atención: China, elecciones en EE.UU...



# La economía de la eurozona ha ido por detrás de la estadounidense en el último año y medio

## PIB

Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la BEA.

## Evolución del PIB

Variación anual (%)

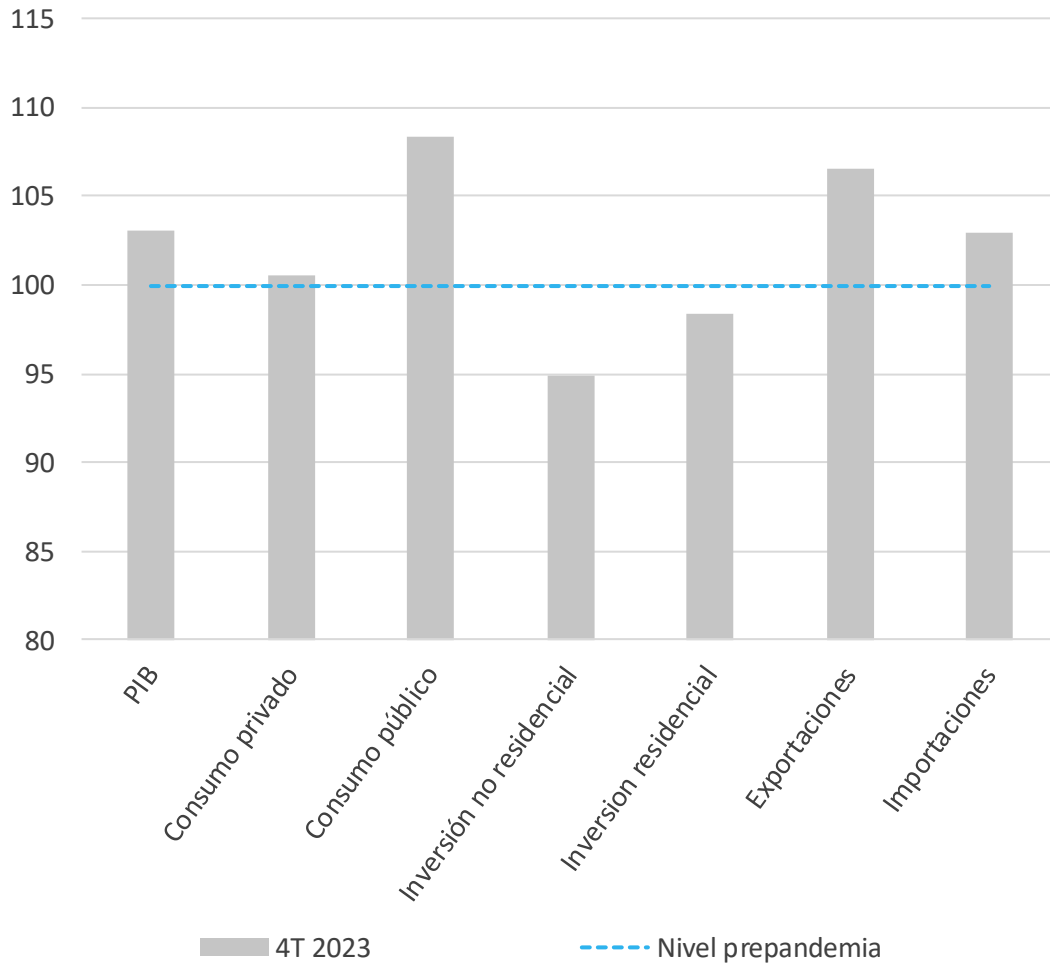
	2021	2022	2023
Eurozona	5,9	3,4	0,5
EE. UU.	5,8	1,9	2,5

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la BEA.

# En EE. UU. el PIB sigue creciendo a ritmos sólidos gracias, sobre todo, al empuje del consumo privado

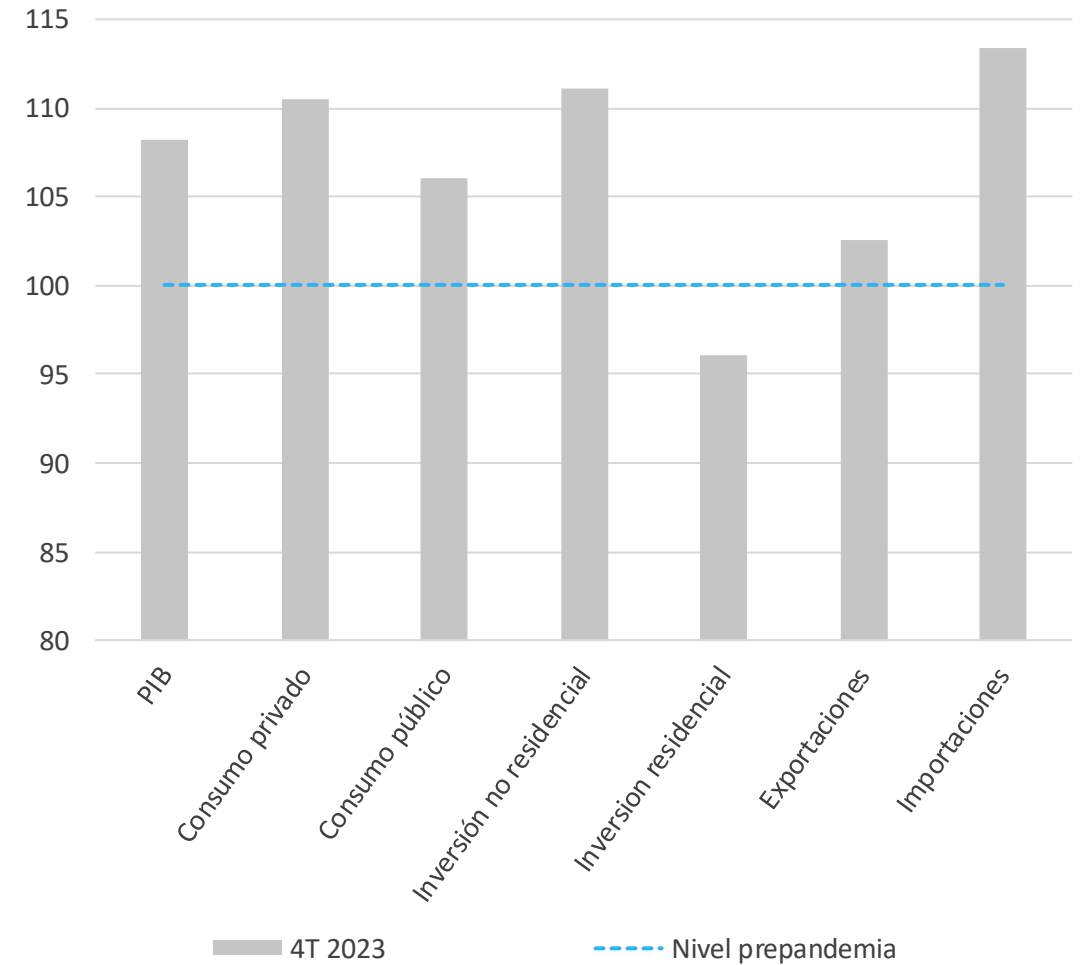
## Eurozona: componentes del PIB

Índice (4T 2019 = 100)



## EE. UU.: componentes del PIB

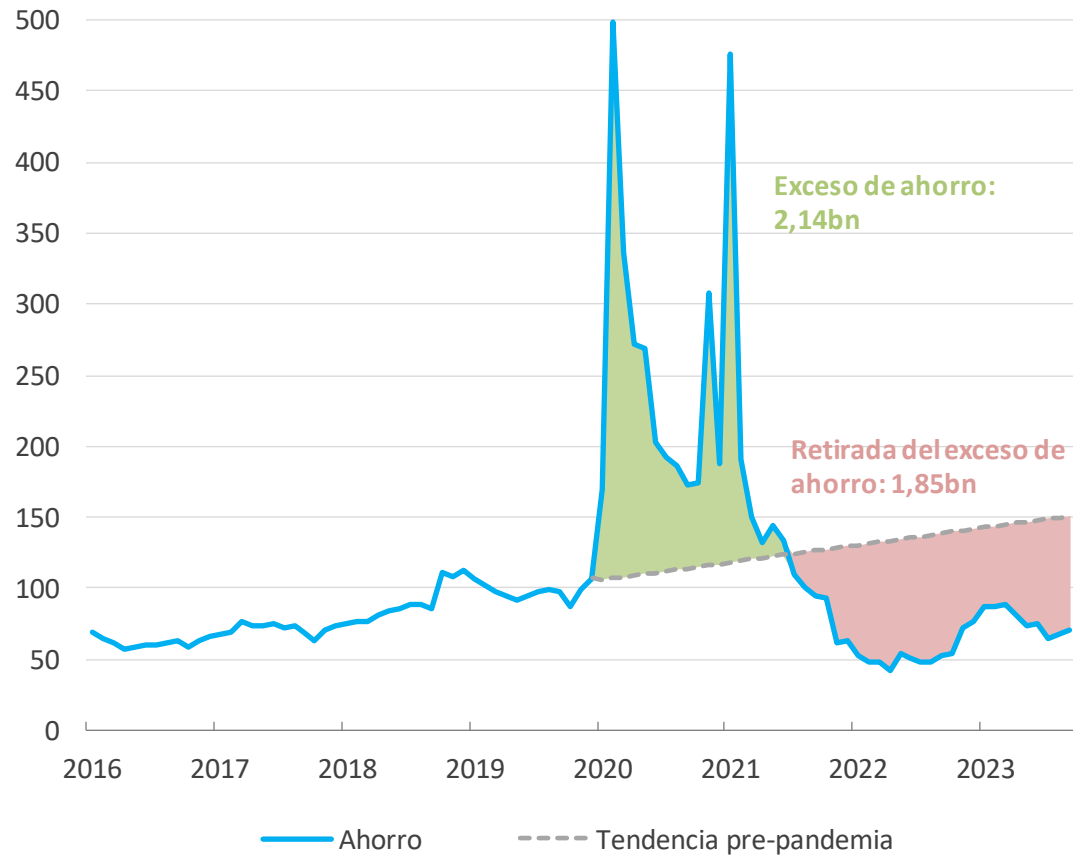
Índice (4T 2019 = 100)



# El ahorro embalsado ayuda a sostener el consumo estadounidense...

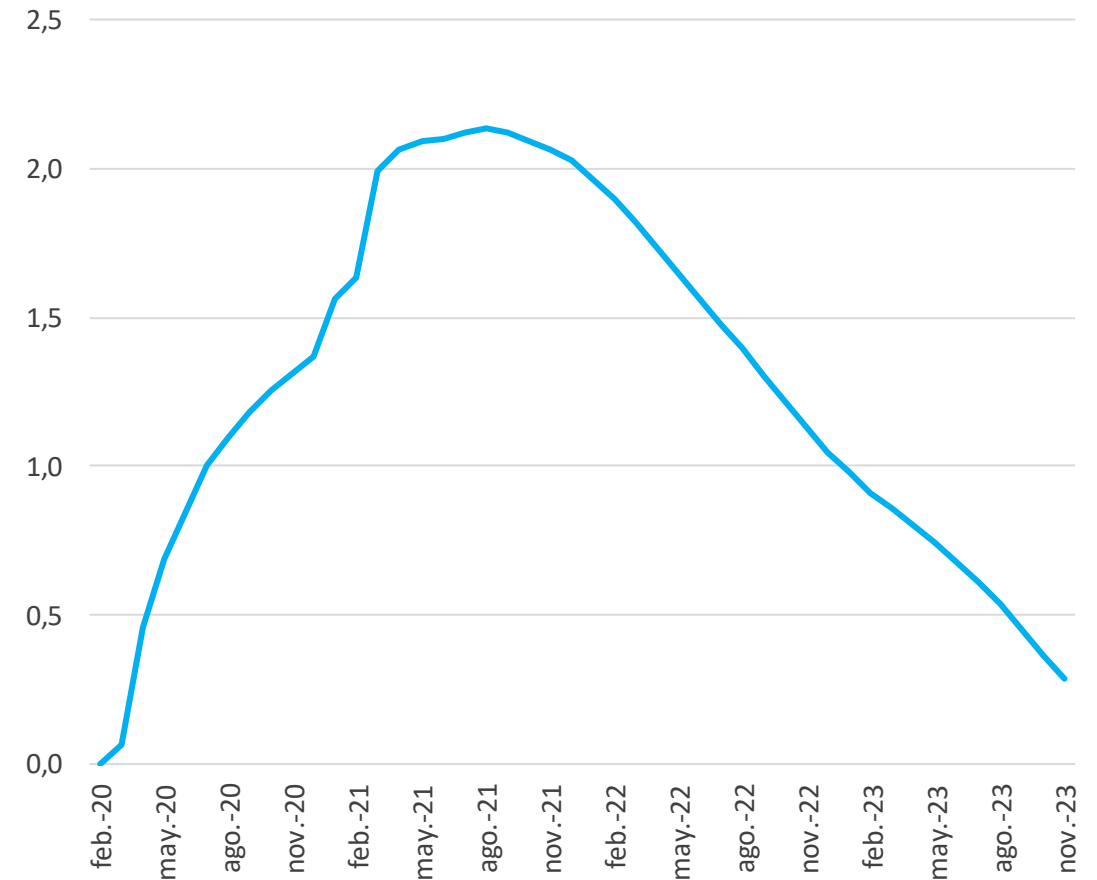
## EE. UU.: ahorro de las familias

Miles de millones de dólares



## EE. UU.: ahorro “extra” acumulado por las familias

Billones de dólares

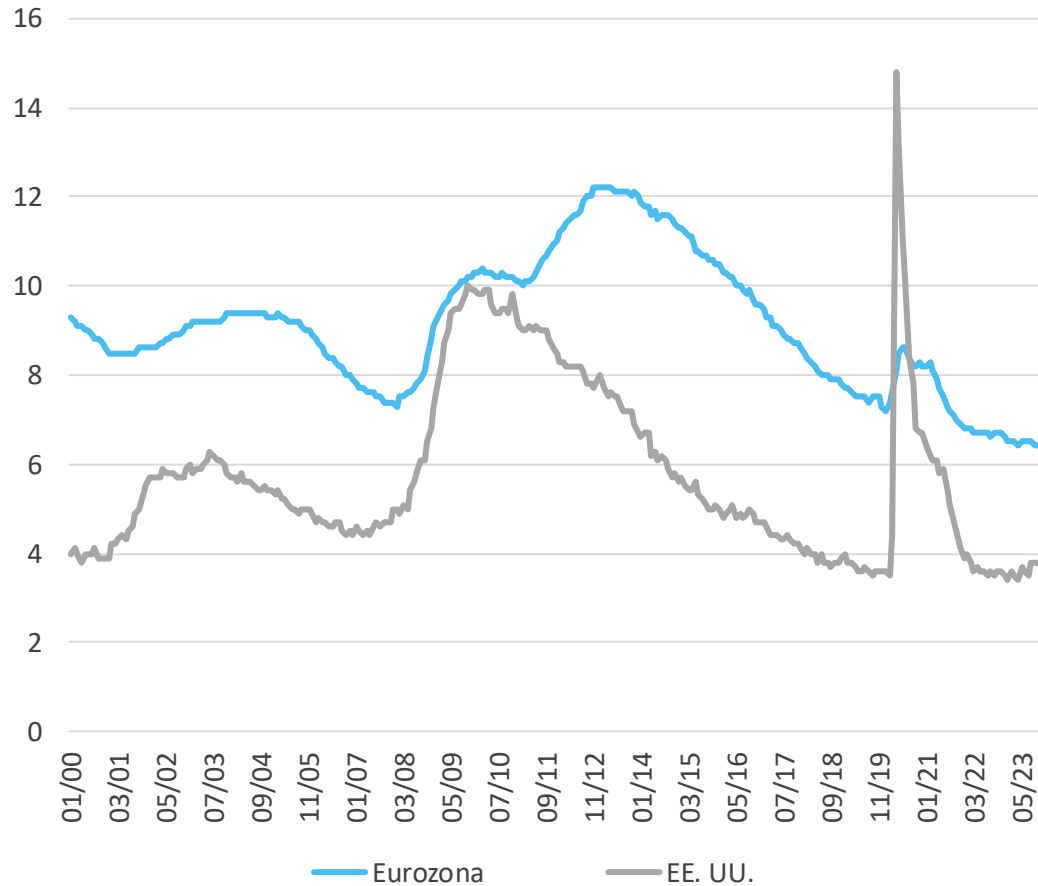


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de San Francisco.

# ...en un contexto de dinamismo del mercado laboral

## Tasa de desempleo

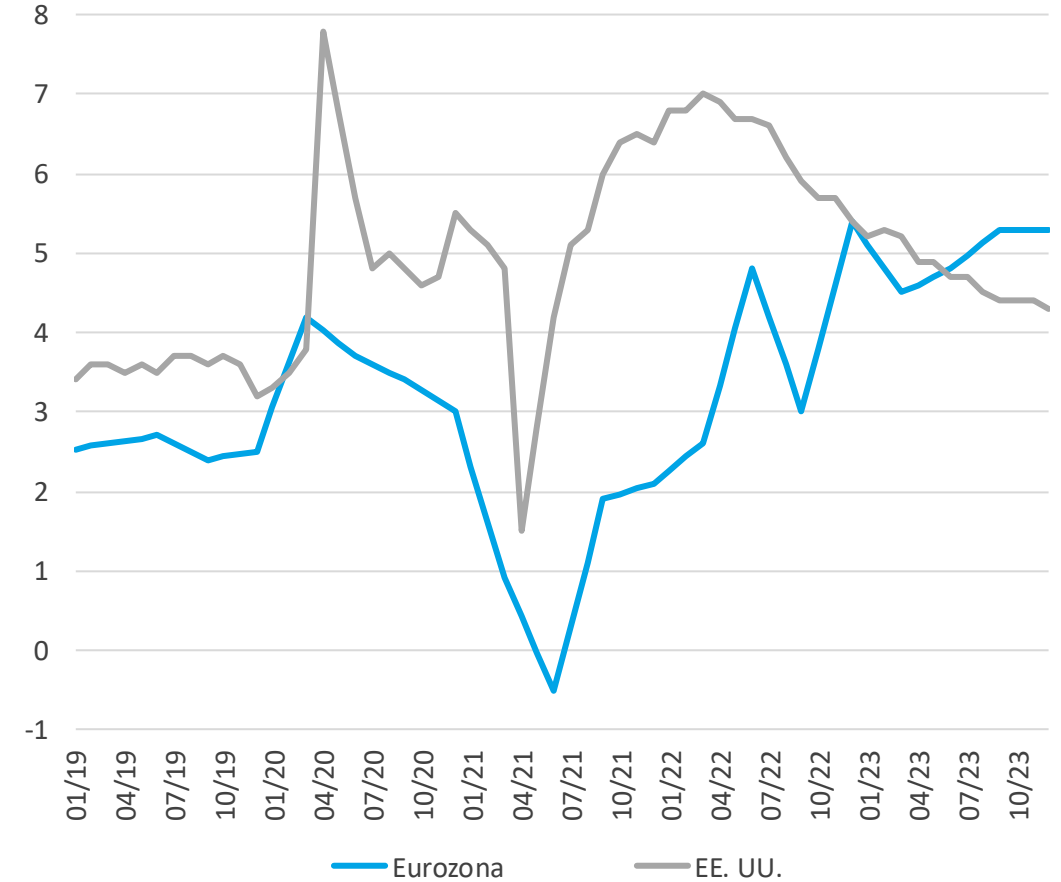
% población activa



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BLS y Eurostat.

## Salarios

% interanual

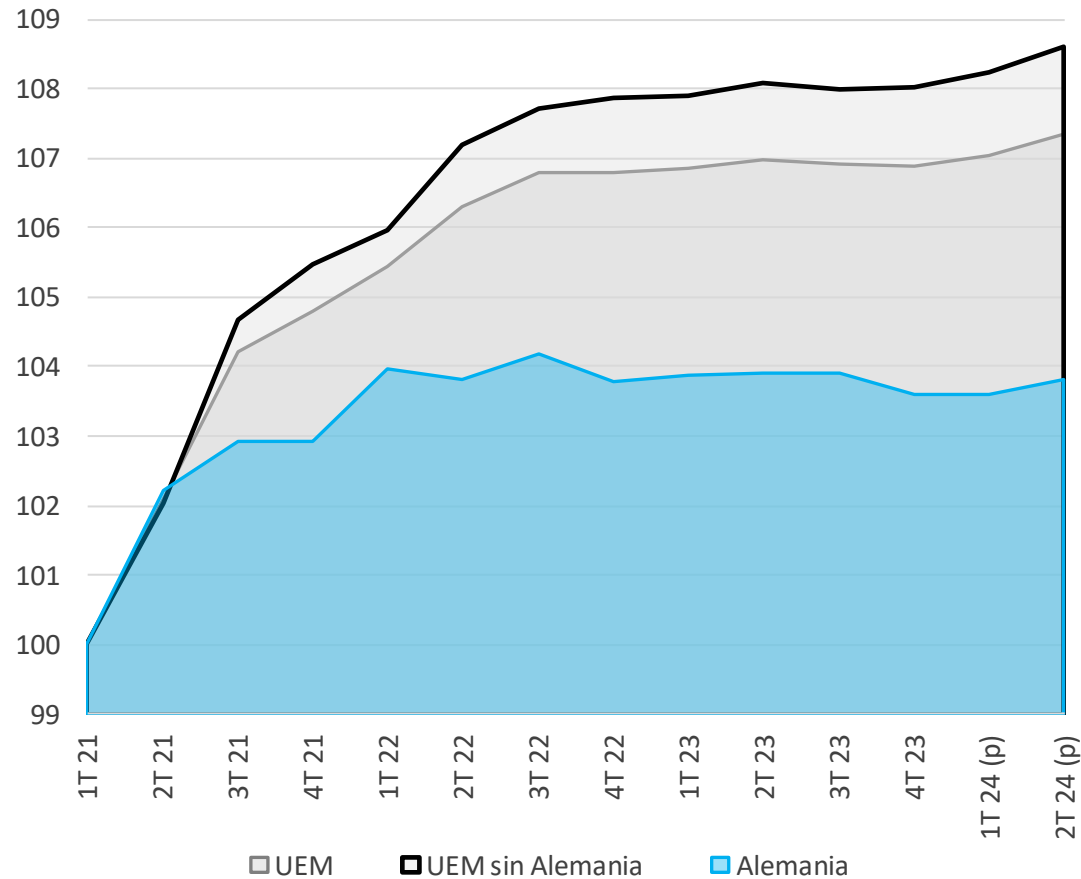


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BLS y Eurostat.

# Alemania lastra al conjunto de la eurozona, debido a la debilidad de su sector industrial

## Eurozona: Evolución del PIB

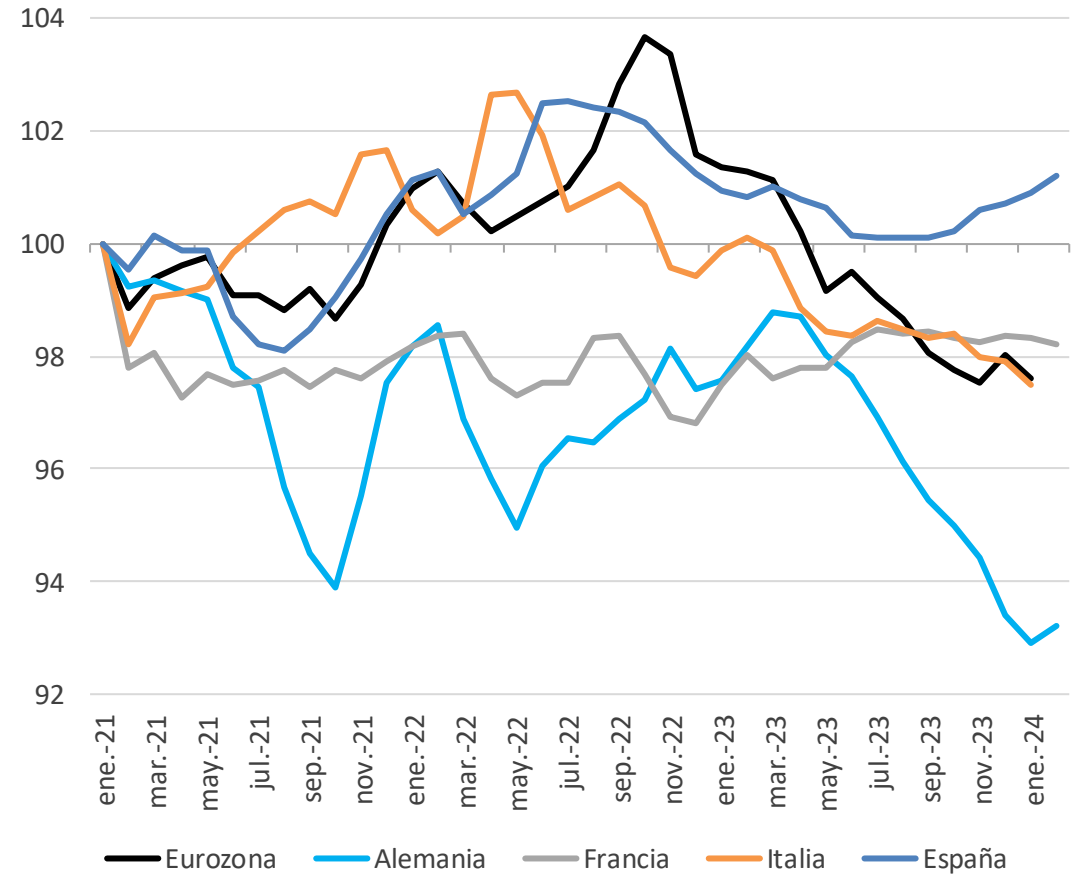
1T 2021=100



Fuente: CaixaBank Research a partir de Eurostat.

## Eurozona: Producción industrial

Ene-21=100. Promedio tres meses

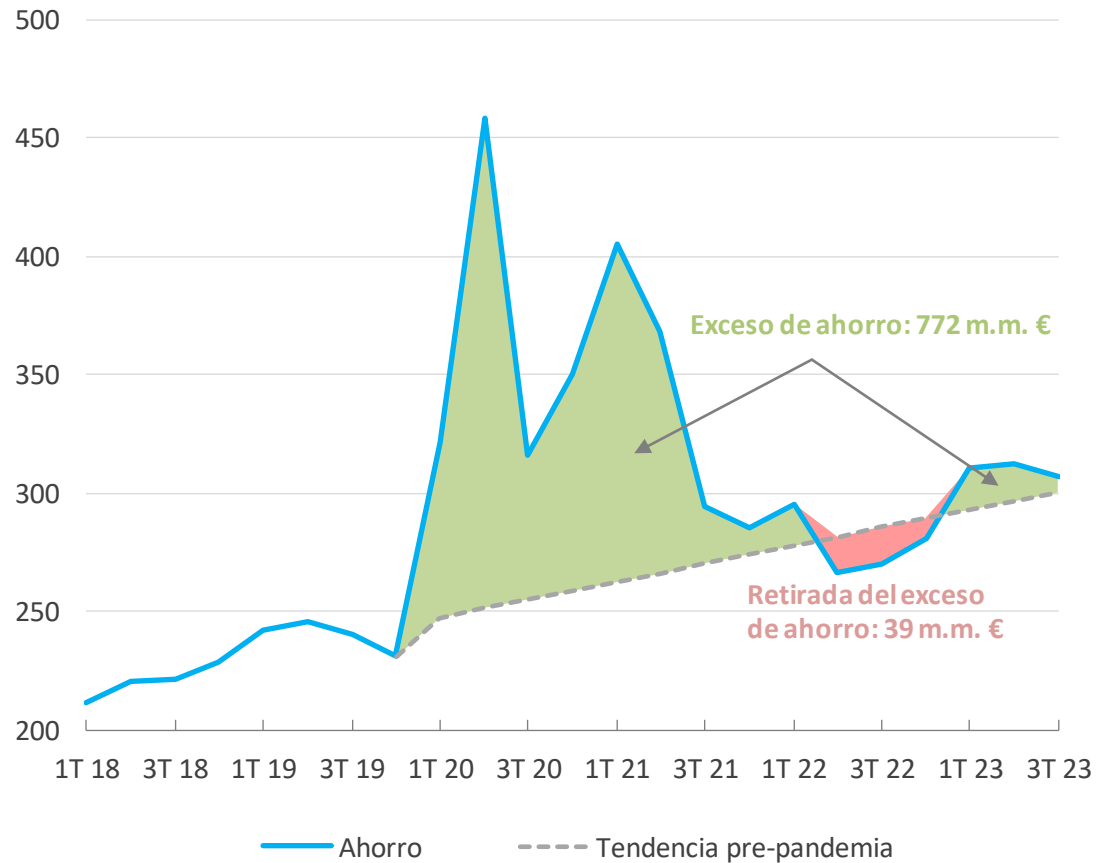


Fuente: CaixaBank Research a partir de Eurostat.

# El ahorro embalsado sostendrá el consumo en la segunda parte del año

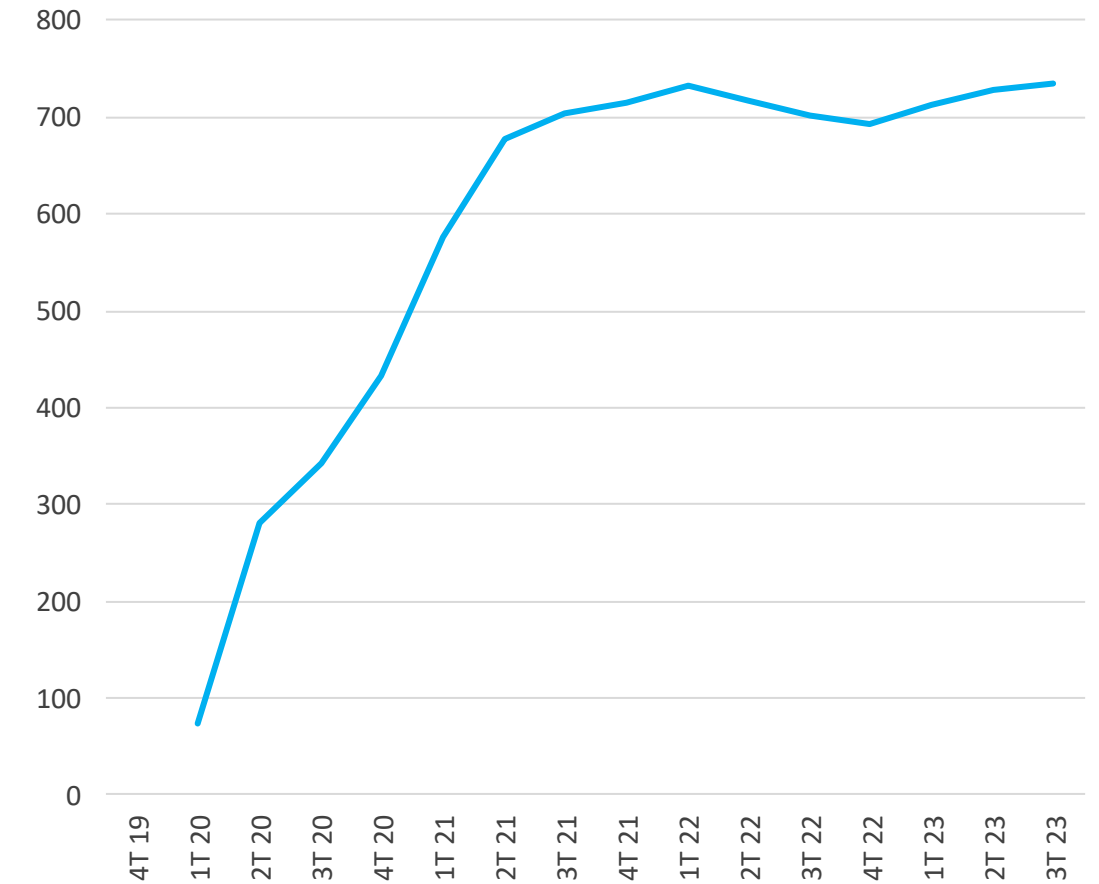
## Eurozona: ahorro de las familias

Miles de millones de euros



## Eurozona: ahorro “extra” acumulado por las familias

Miles de millones de euros

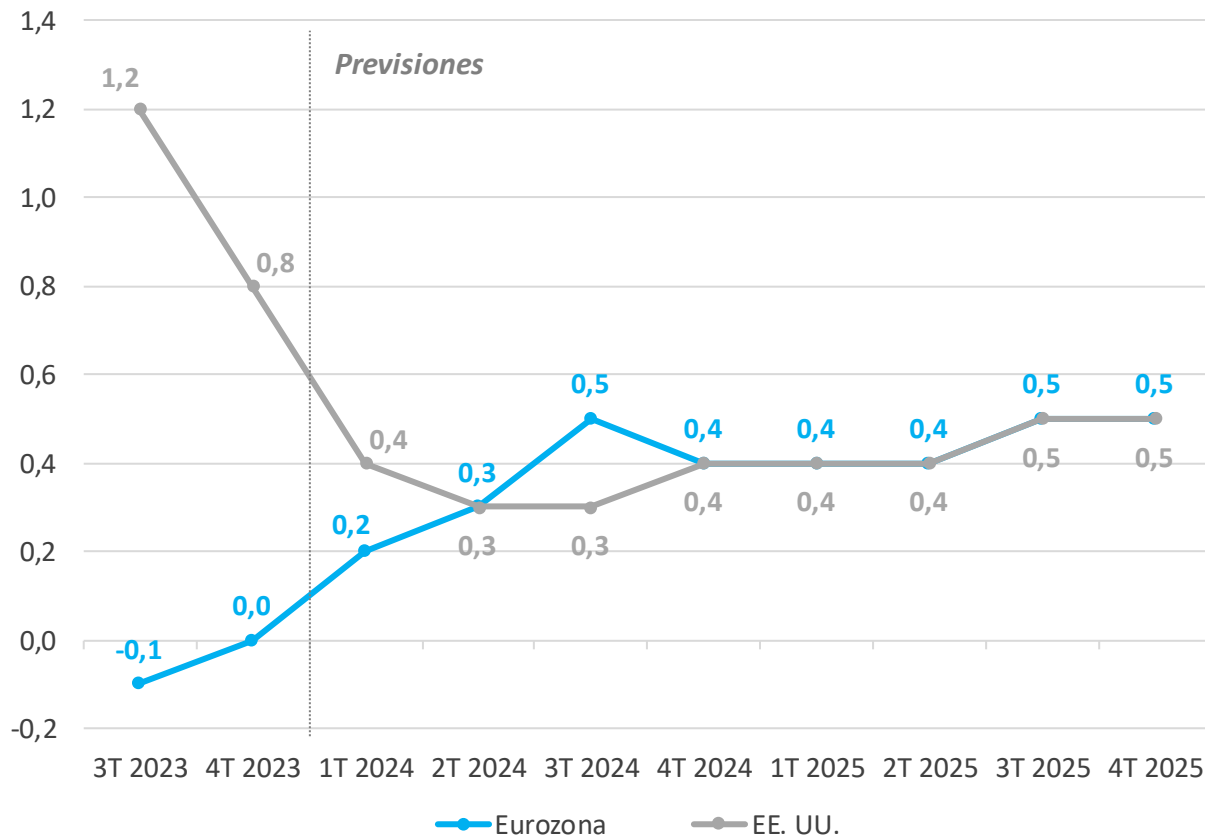


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

# La economía de la eurozona mostrará una evolución de “menos a más”, hasta converger con la economía de EE.UU.

## PIB

Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la BEA.

## Evolución del PIB

Variación anual (%)

	2023	2024	2025
Eurozona	0,5	0,7	1,7
EE. UU.	2,5	2,2	1,6

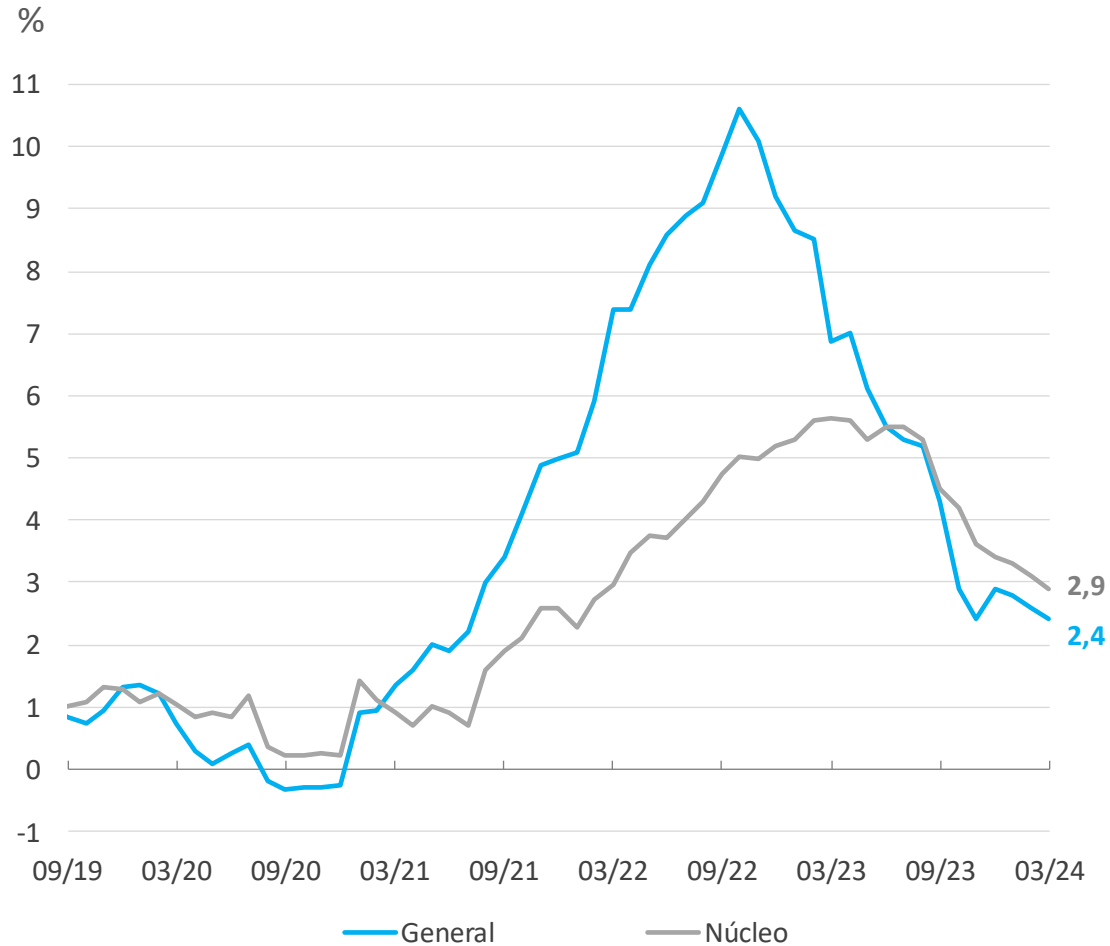
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y de la BEA.

- 
1. Aumento de los riesgos geopolíticos
  2. Divergencia económica entre la Eurozona y EE.UU.
  - 3. La “ultima milla” del proceso de desinflación**
  4. Inicio del proceso de recorte de tipos
  5. Otros focos de atención: China, elecciones en EE.UU...



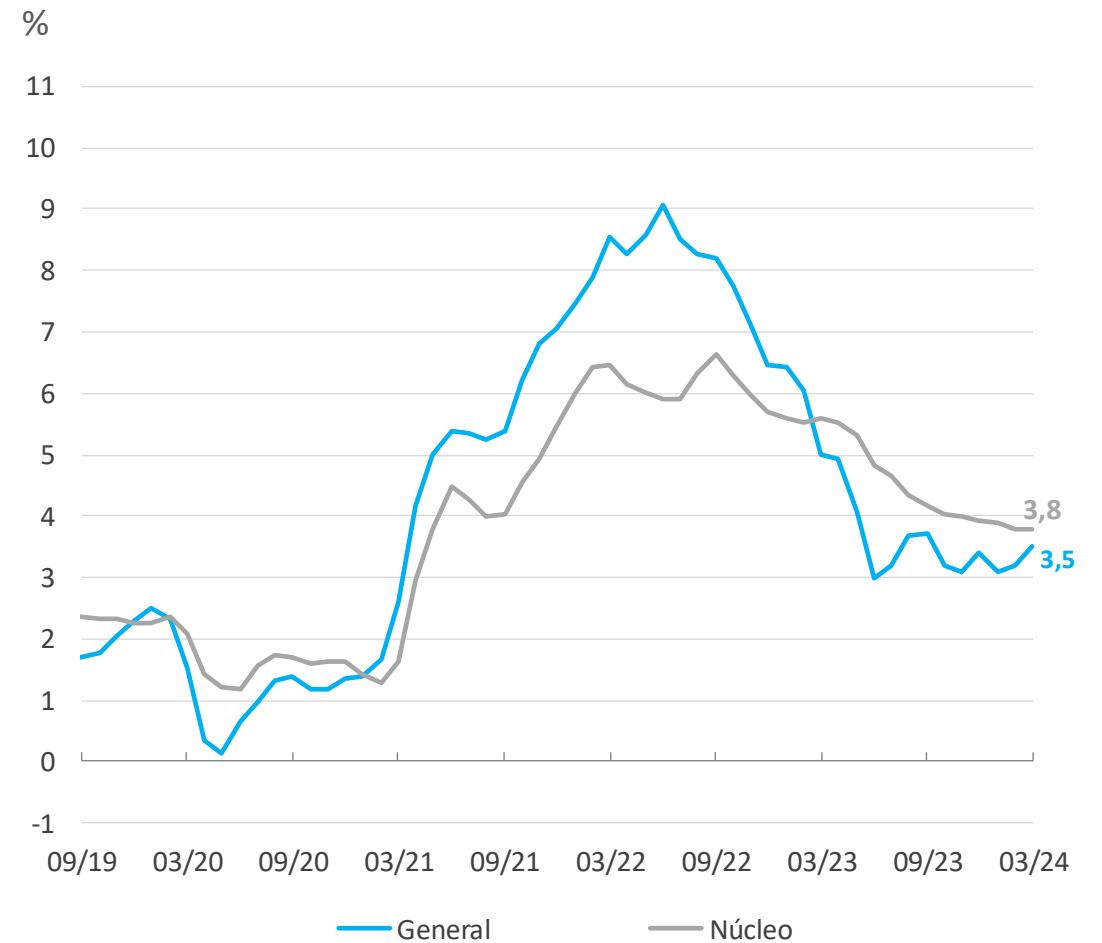
# La inflación sigue en tendencia descendente, aunque se ralentiza en las medidas subyacentes, especialmente en EE.UU.

## Eurozona: inflación general y núcleo



**Nota:** Núcleo excluye del índice de precios la energía y todos los alimentos.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

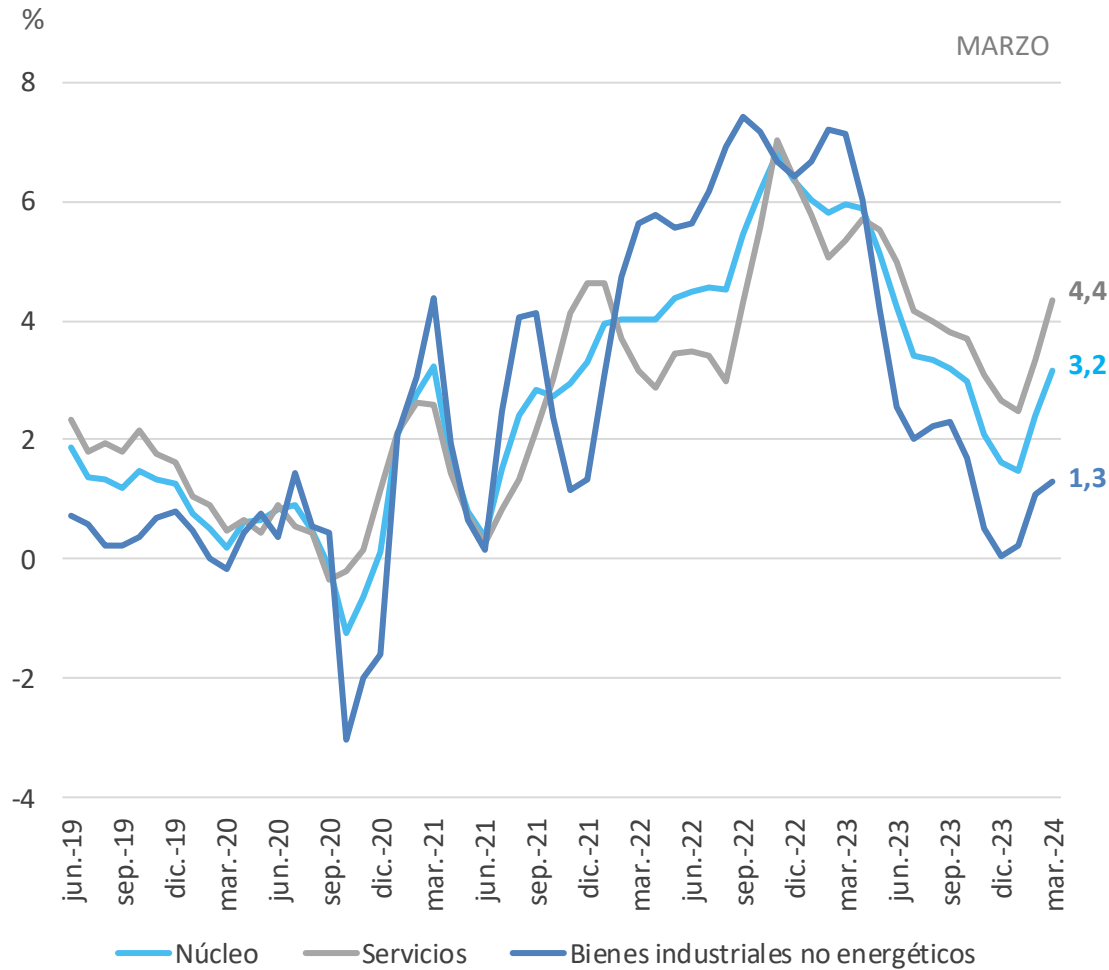
## EE. UU.: inflación general y núcleo



**Nota:** Núcleo excluye del índice de precios la energía y todos los alimentos.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de BLS.

# Preocupan las presiones inflacionistas en los servicios

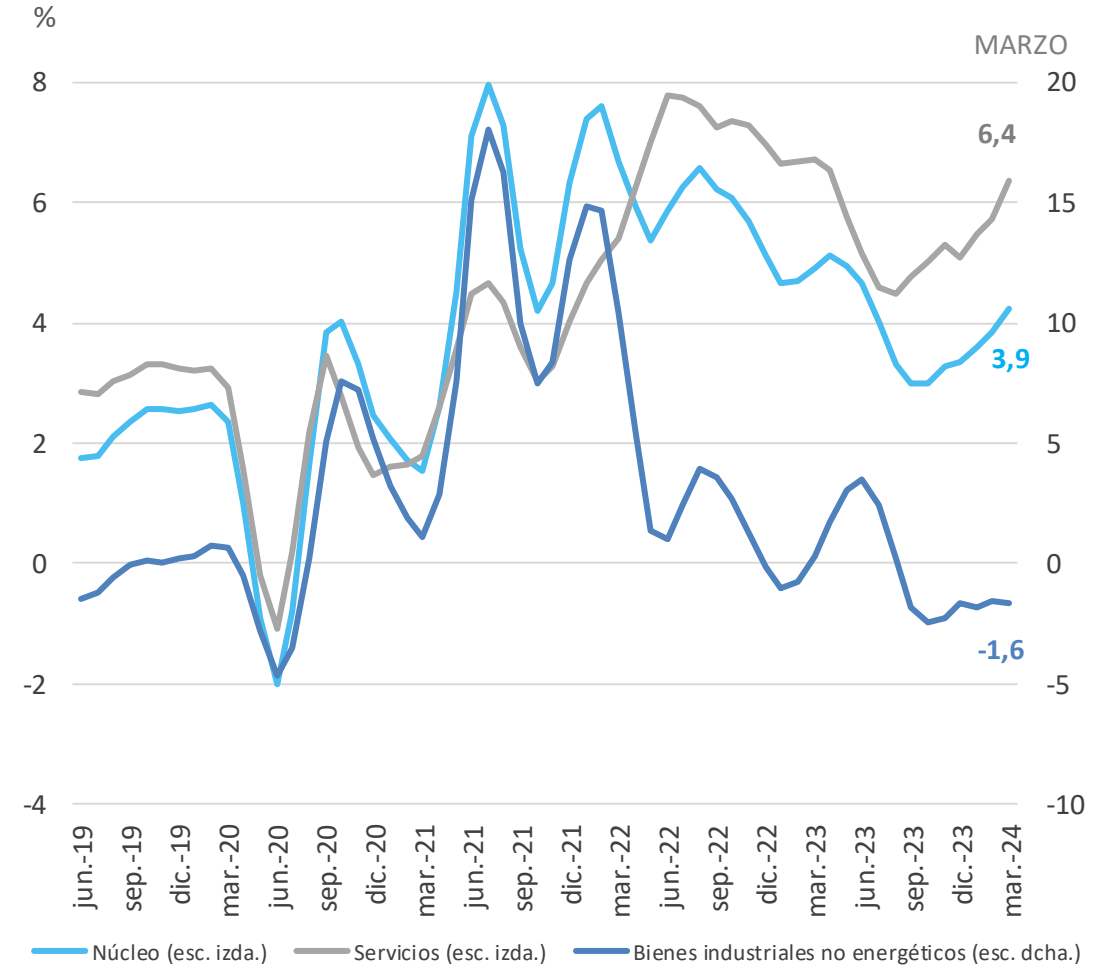
## Eurozona: *momentum* del núcleo de la inflación



**Nota:** Núcleo excluye del índice de precios la energía y todos los alimentos.

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

## EE. UU.: *momentum* del núcleo de la inflación



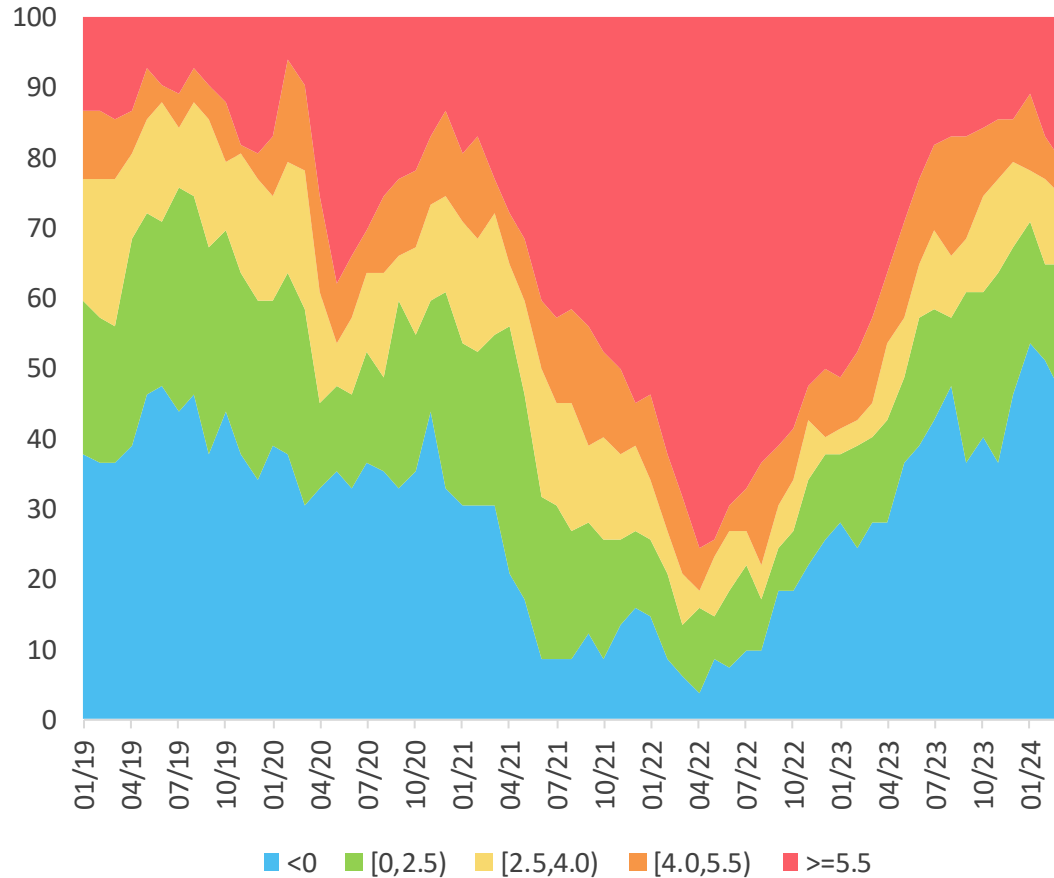
**Nota:** Núcleo excluye del índice de precios la energía y todos los alimentos.

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

# El porcentaje de componentes que registra inflaciones inferiores al 2,5% va en aumento, sobre todo, en EE.UU.

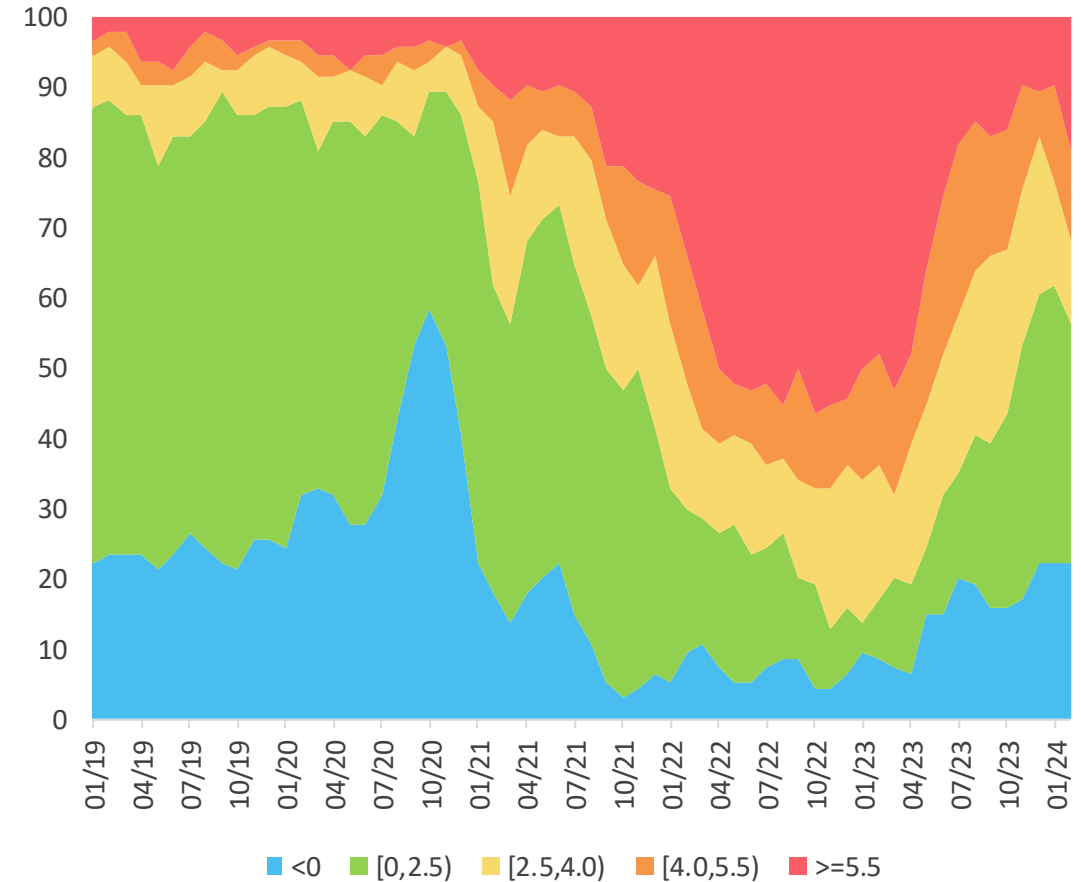
## EE. UU.: composición del *momentum*

(% del total de componentes del IPC general)



## Eurozona: composición del *momentum*

(% del total de componentes del IPCA general)

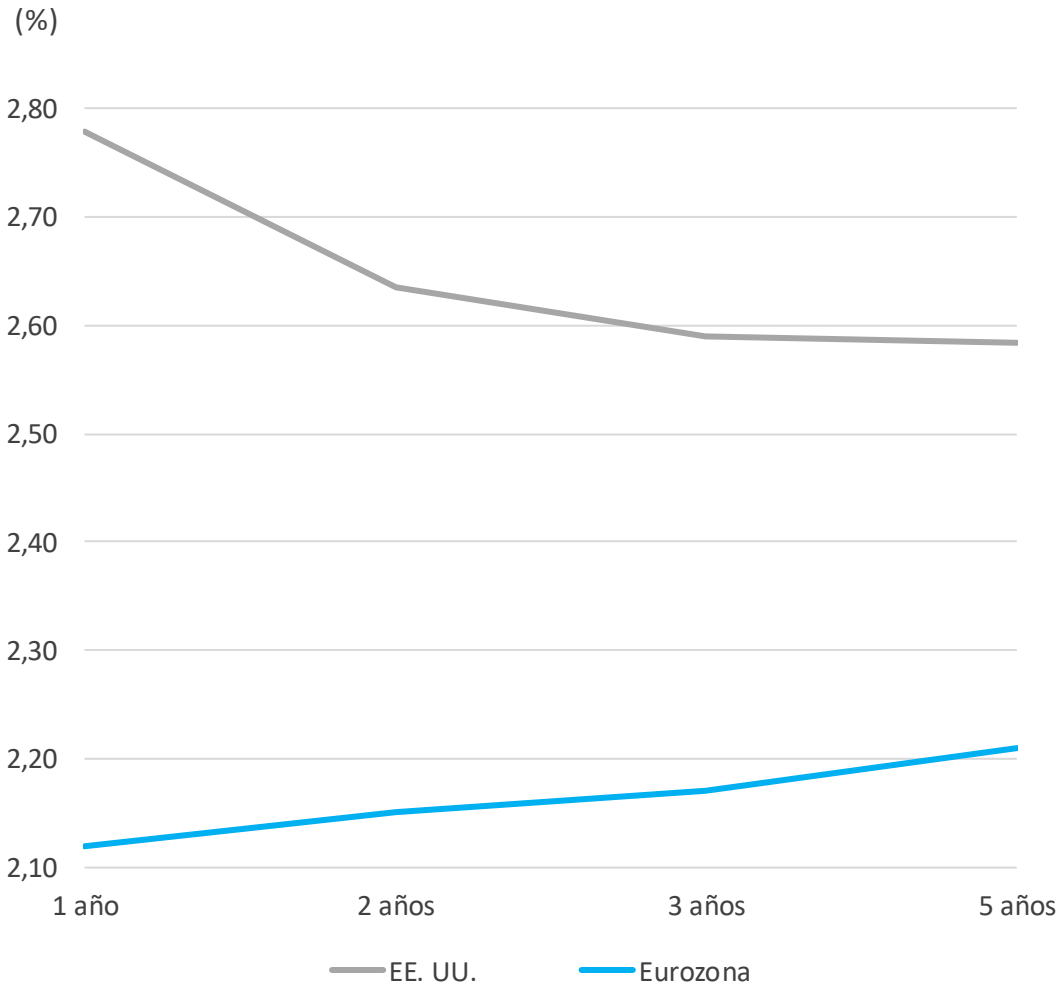


**Nota:** El *momentum* se define como la variación intertrimestral desestacionalizada y anualizada del IPC.  
**Fuente:** Caixa Bank Research, a partir de datos del BLS.

**Nota:** El *momentum* se define como la variación intertrimestral desestacionalizada y anualizada del IPCA.  
**Fuente:** Caixa Bank Research, a partir de datos del BCE.

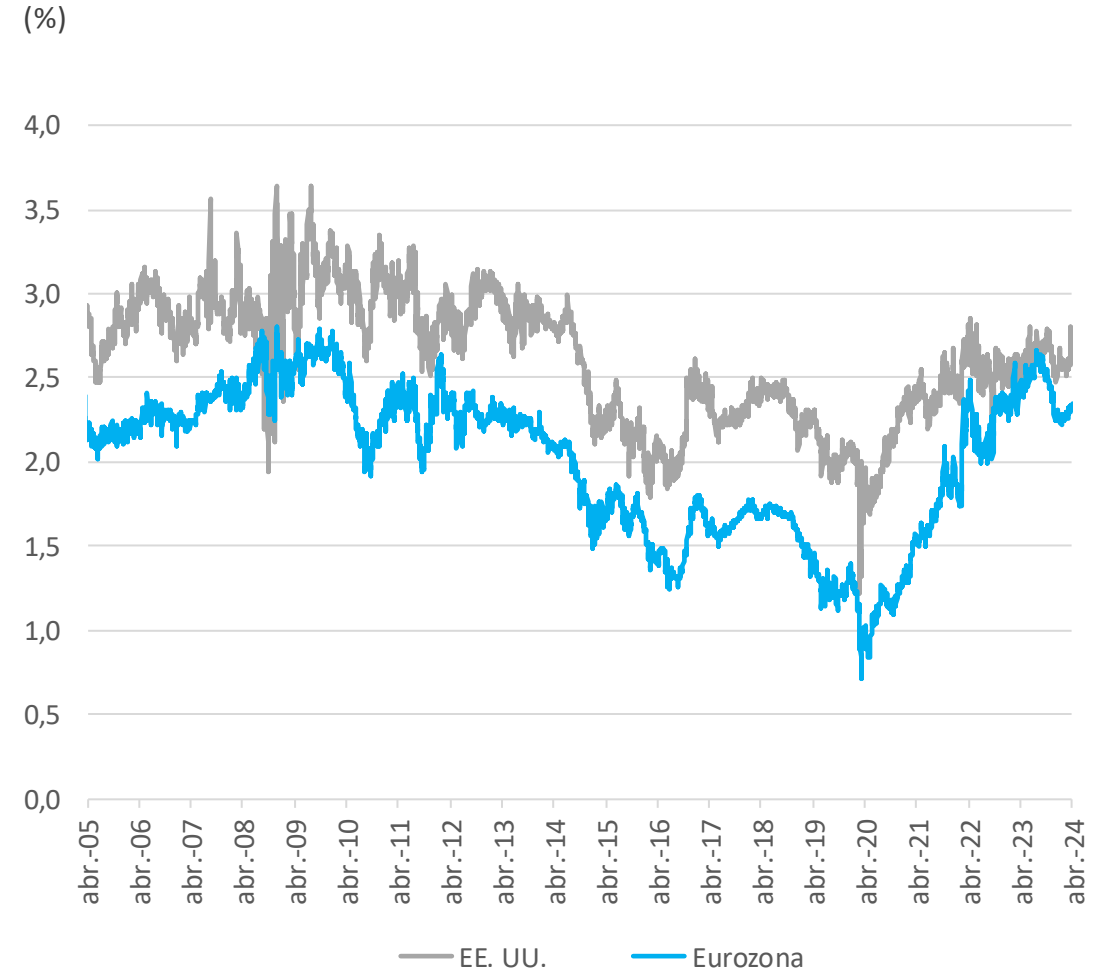
# Los bancos centrales mantienen las expectativas de inflación ancladas

## Swaps de inflación a distintos vencimientos



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

## Forwards de inflación 5Y5Y

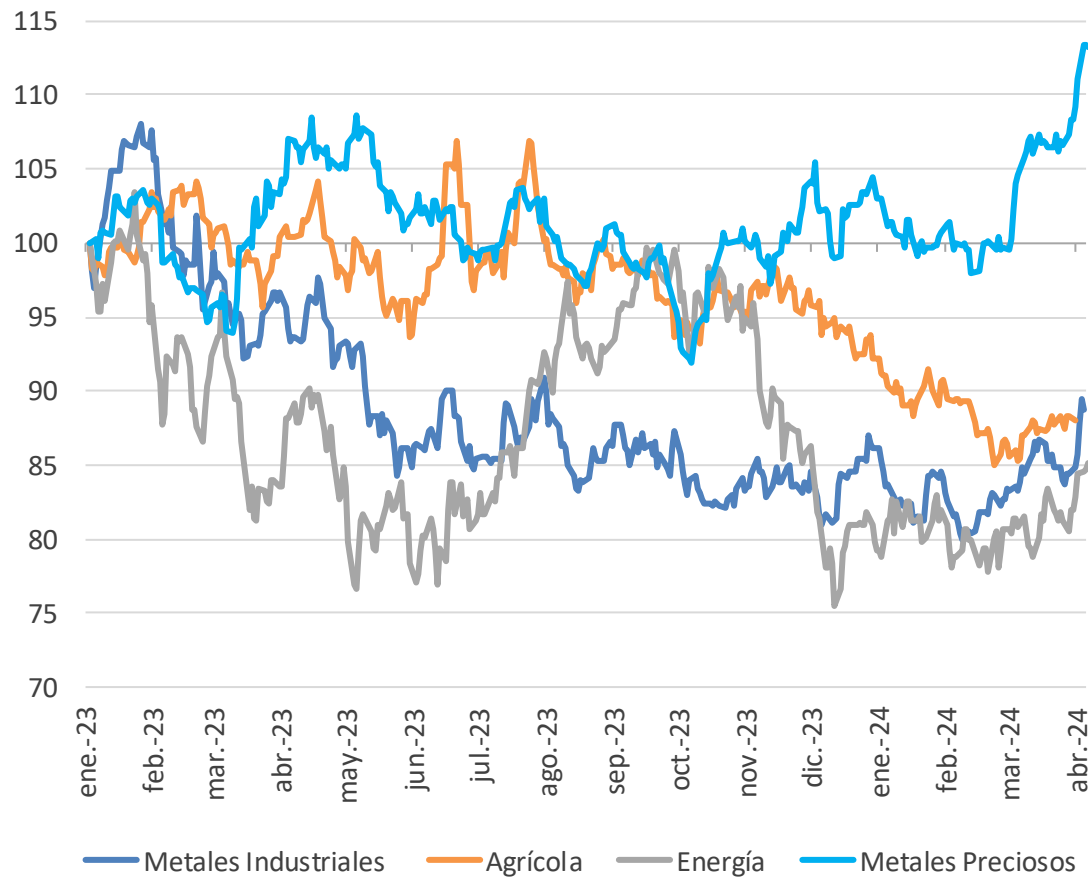


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y Refinitiv.

# El repunte de las commodities, ¿riesgo para la inflación?

## Precio de las materias primas

100= enero 2023

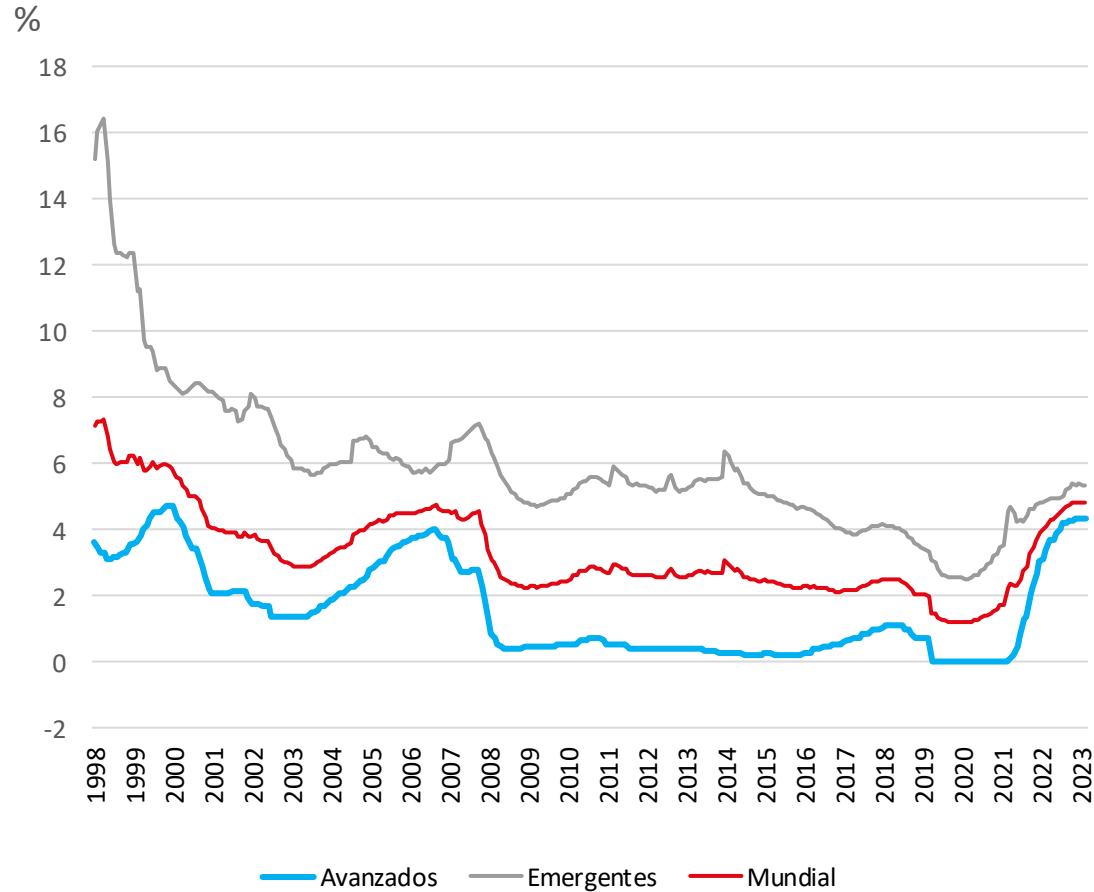


	Medida	Precio	Variación (%)			
			Último mes	En el año	2022	2023
<b>Commodities</b>	index	<b>102,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,2</b>	<b>13,8</b>	<b>-12,6</b>
<b>Energía</b>	index	<b>32,9</b>	<b>6,7</b>	<b>7,1</b>	<b>33,5</b>	<b>-25,6</b>
Brent	\$/barril	89,3	8,8	15,9	10,5	-10,3
Gas Natural (Europa)	€/MWh	27,1	2,7	-16,2	8,5	-57,6
<b>Metales Preciosos</b>	index	<b>251,1</b>	<b>8,3</b>	<b>12,2</b>	<b>-1,9</b>	<b>4,1</b>
Oro	\$/onza	2342,9	7,3	13,6	-0,3	13,1
<b>Metales Industriales</b>	index	<b>150,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,2</b>	<b>-4,4</b>	<b>-13,7</b>
Aluminio	\$/Tm	2460,0	9,8	3,2	-15,3	0,3
Cobre	\$/Tm	9417,5	9,8	10,0	-13,9	2,2
<b>Agricultura</b>	index	<b>59,4</b>	<b>0,8</b>	<b>-4,8</b>	<b>13,2</b>	<b>-9,3</b>
Trigo	\$/bushel	556,8	5,7	-11,3	2,8	-20,7

- 
1. Aumento de los riesgos geopolíticos
  2. Divergencia económica entre la Eurozona y EE.UU.
  3. La "última milla" del proceso de desinflación
  - 4. Inicio del proceso de recortes de tipos**
  5. Otros focos de atención: China, elecciones en EE.UU...

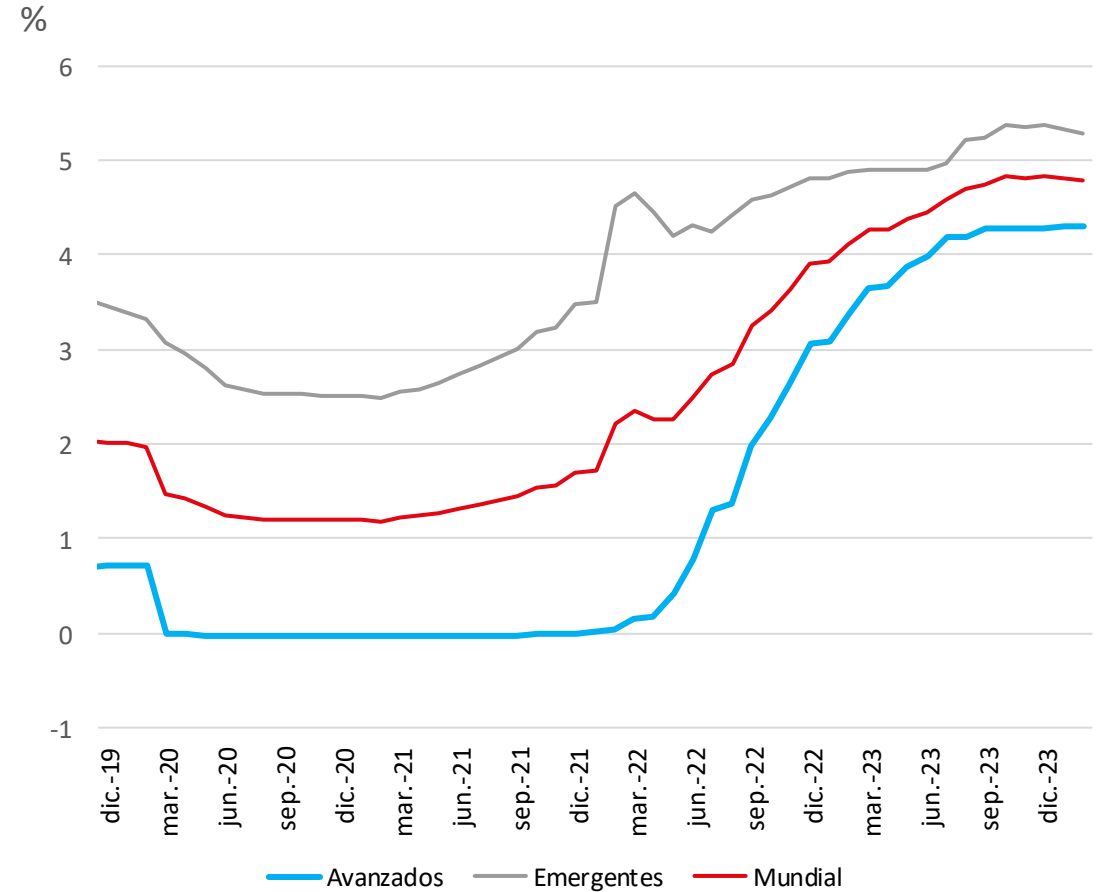
# Se toca el pico en el ciclo de endurecimiento monetario...

## Agregados mundiales: tipo de interés del banco central



**Nota:** Agregado de 14 bancos centrales de economías avanzadas y 11 emergentes que representan el 39% y 38% del PIB mundial, respectivamente. Para China, se utiliza el *Household Savings Deposits Rate*.  
**Fuente:** Caixa Bank Research, a partir de datos del FMI y Bloomberg.

## Agregados mundiales: tipo de interés del banco central

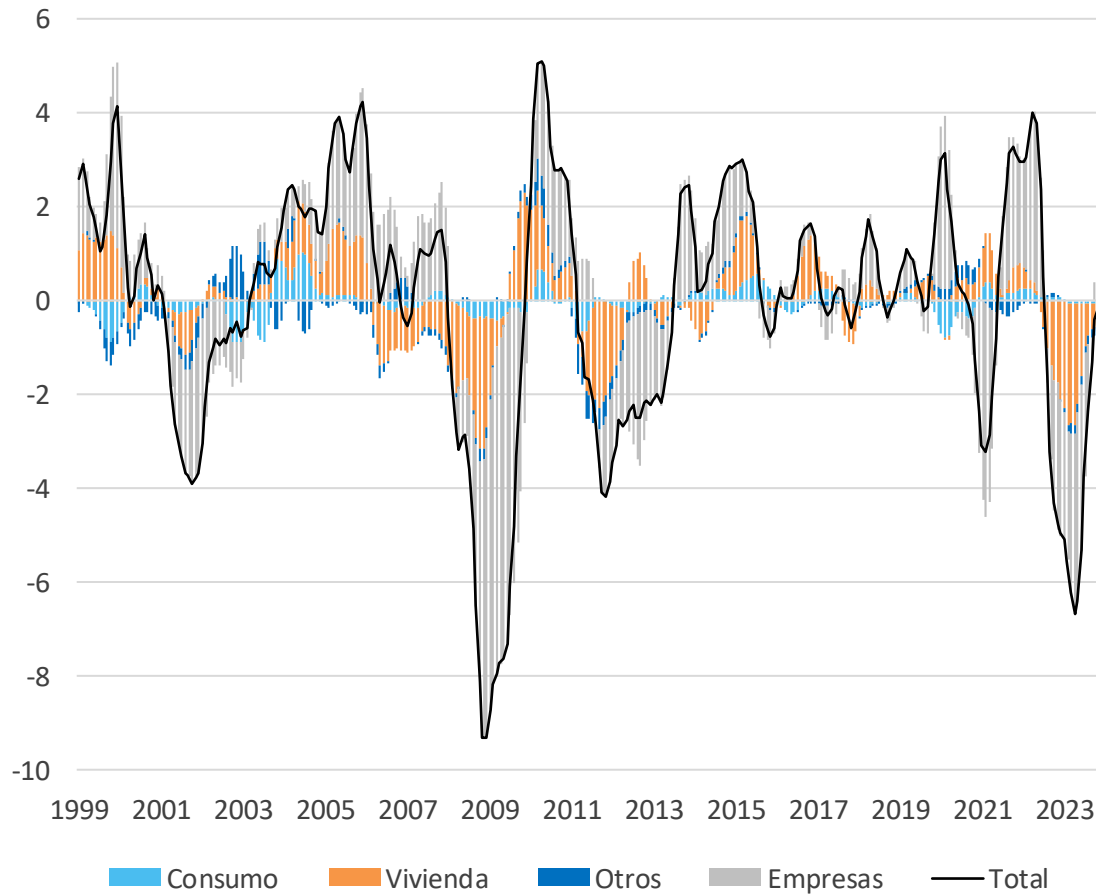


**Nota:** Agregado de 14 bancos centrales de economías avanzadas y 11 emergentes que representan el 39% y 38% del PIB mundial, respectivamente. Para China, se utiliza el *Household Savings Deposits Rate*.  
**Fuente:** Caixa Bank Research, a partir de datos del FMI y Bloomberg.

# Lo más duro del endurecimiento monetario va quedando atrás

## Eurozona: impulso del crédito\*

% del PIB

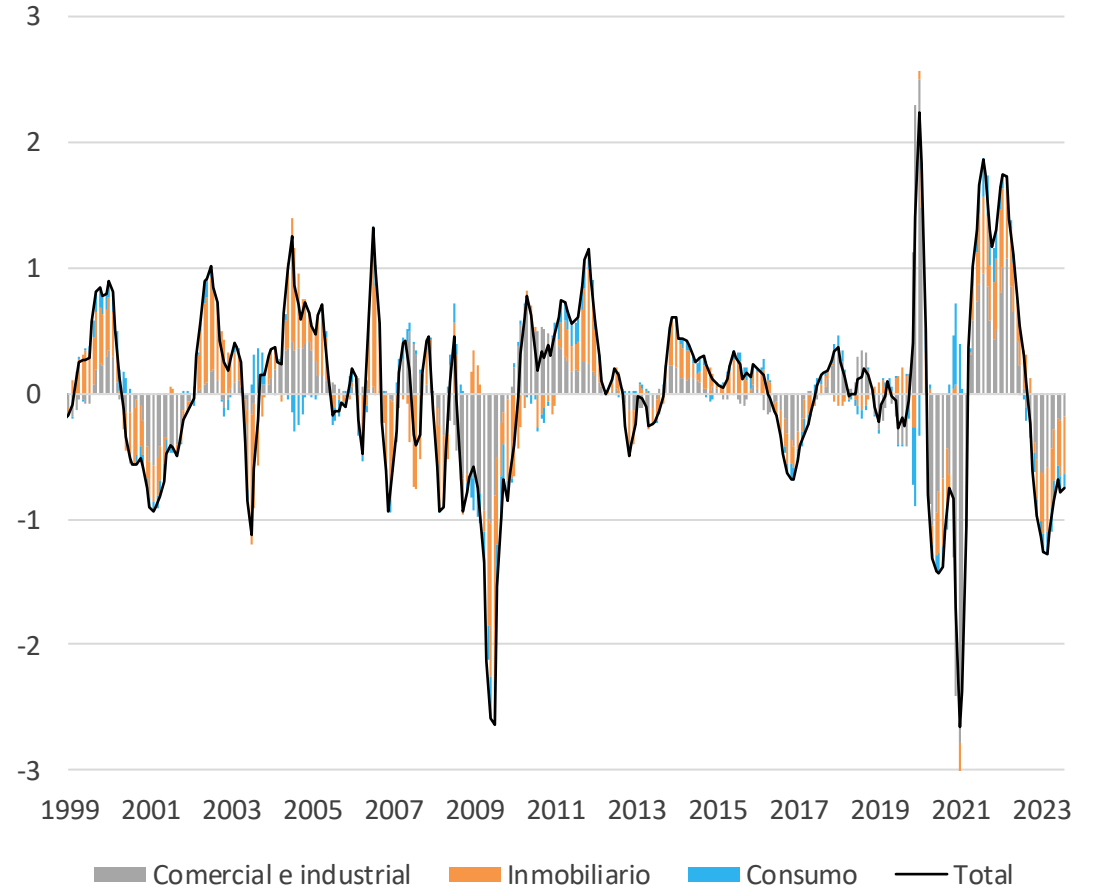


**Nota:** \*El impulso del crédito se define como el cambio en el flujo de nuevo crédito en los últimos doce meses respecto al mismo cambio en el año anterior, como porcentaje del PIB nominal.

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

## EE. UU.: impulso del crédito\*

% del PIB



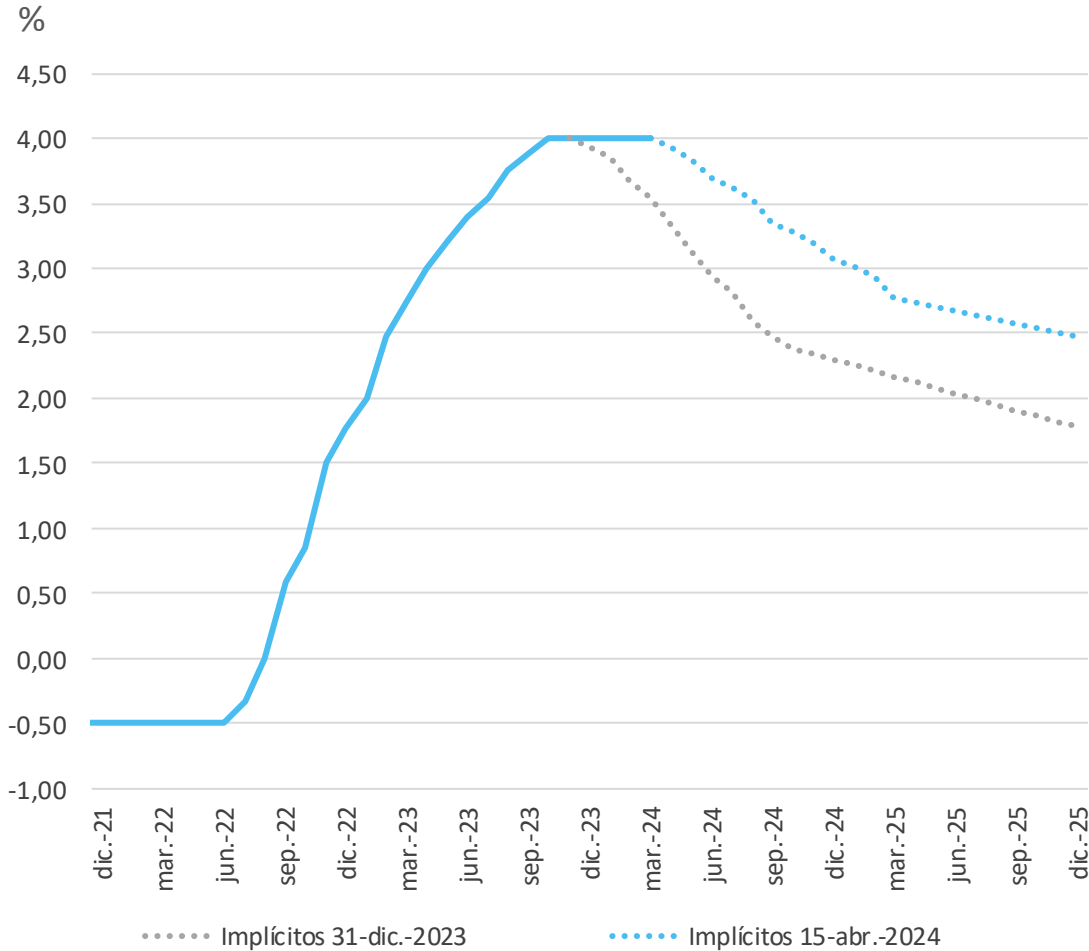
**Nota:** \*El impulso del crédito se define como el cambio en el flujo de nuevo crédito en los últimos doce meses respecto al mismo cambio en el año anterior, como porcentaje del PIB nominal.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y el Bureau of Economic Analysis.



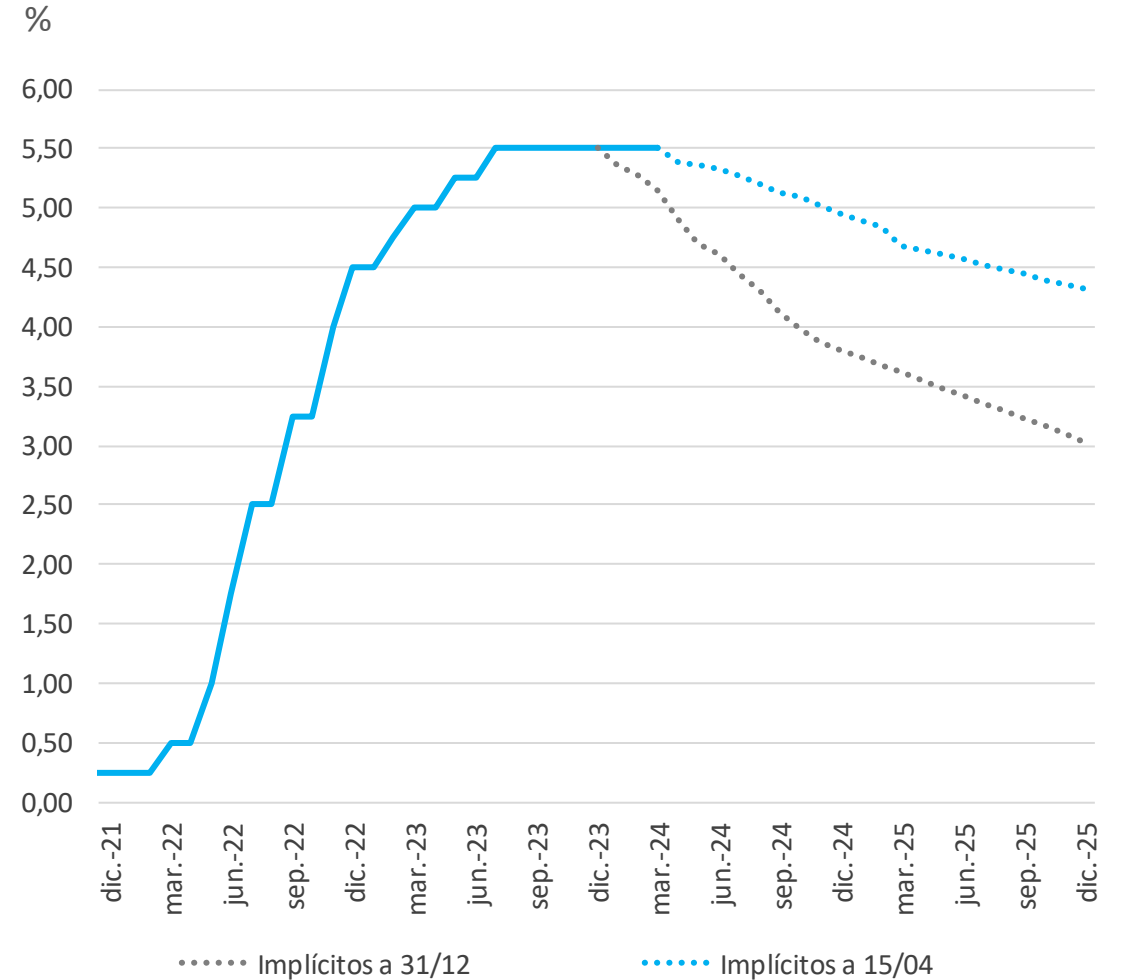
# El BCE bajaría los tipos ya en junio, pero la Fed podría esperar hasta después del verano

## BCE: tipo sobre la facilidad de depósitos (*depo*)



Fuente: Caixa Bank Research, a partir de datos del BCE y Bloomberg.

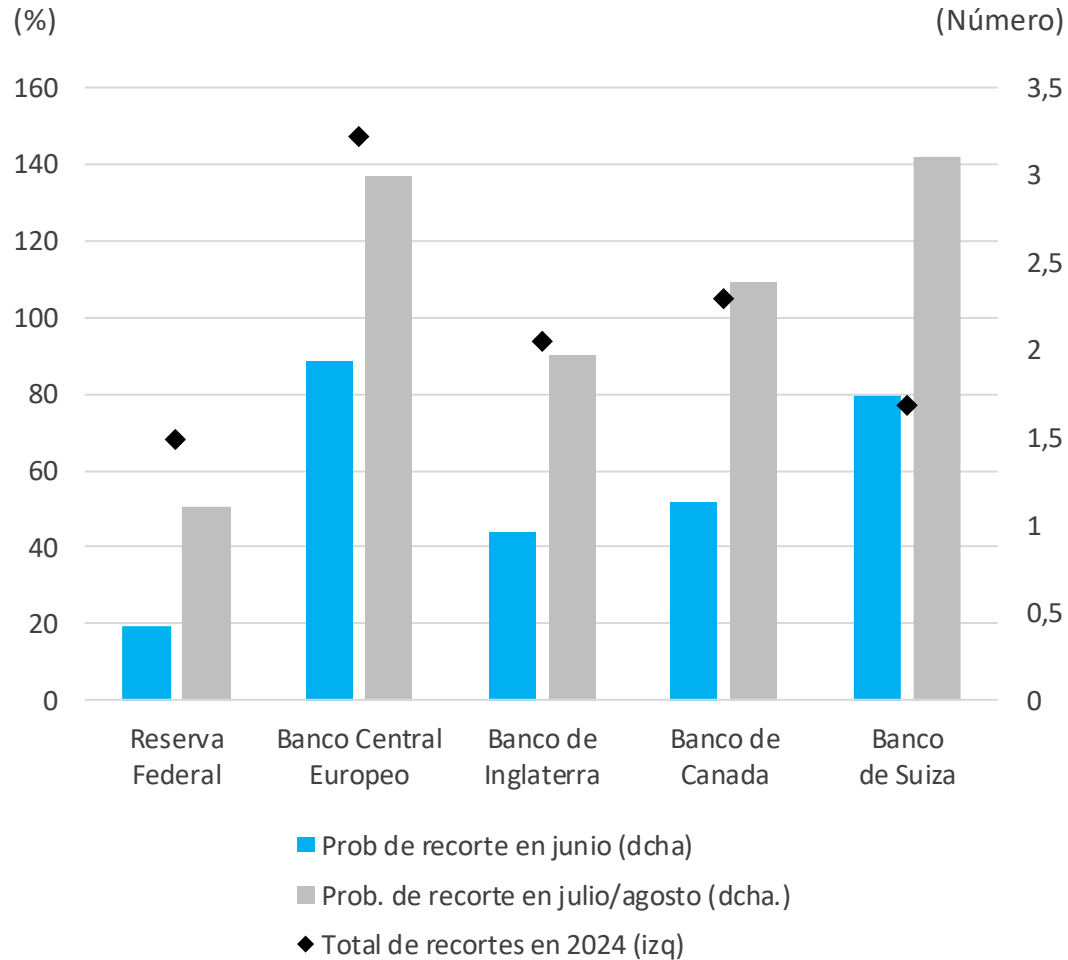
## Reserva Federal: *Fed funds rate*



Fuente: Caixa Bank Research, a partir de datos de la Reserva Federal y Bloomberg.

# Los mercados ya no esperan recortes sincronizados

## Expectativas sobre política monetaria



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg



### Swiss National Bank

- ▶ Primer banco del G10 en recortar tipos interés (del 1,75% al 1,50%)
- ▶ Se esperan dos recortes adicionales en las siguientes reuniones dado el progreso favorable de inflación que se encuentra ya en el 1%.



### Bank of England

- ▶ Ha moderado el tono con respecto a las reuniones anteriores
- ▶ En marzo fue la primera reunión en la que ninguno de sus 9 miembros se mostró favorable a más subidas (uno votó en favor de empezar a recortarlos).



### Bank of Japan

- ▶ A contracorriente, realizó su primera subida en los tipos de interés desde 2007, poniendo fin a la era de los tipos de negativos
- ▶ Anunció el fin del programa del control de la curva de tipos (YCC, por sus siglas en inglés) y el cese de compras de ETF y de REIT japoneses.
- ▶ Sin embargo, mantuvo un tono *dovish* y aseguró que las condiciones financieras se mantendrán acomodaticias en el corto plazo.

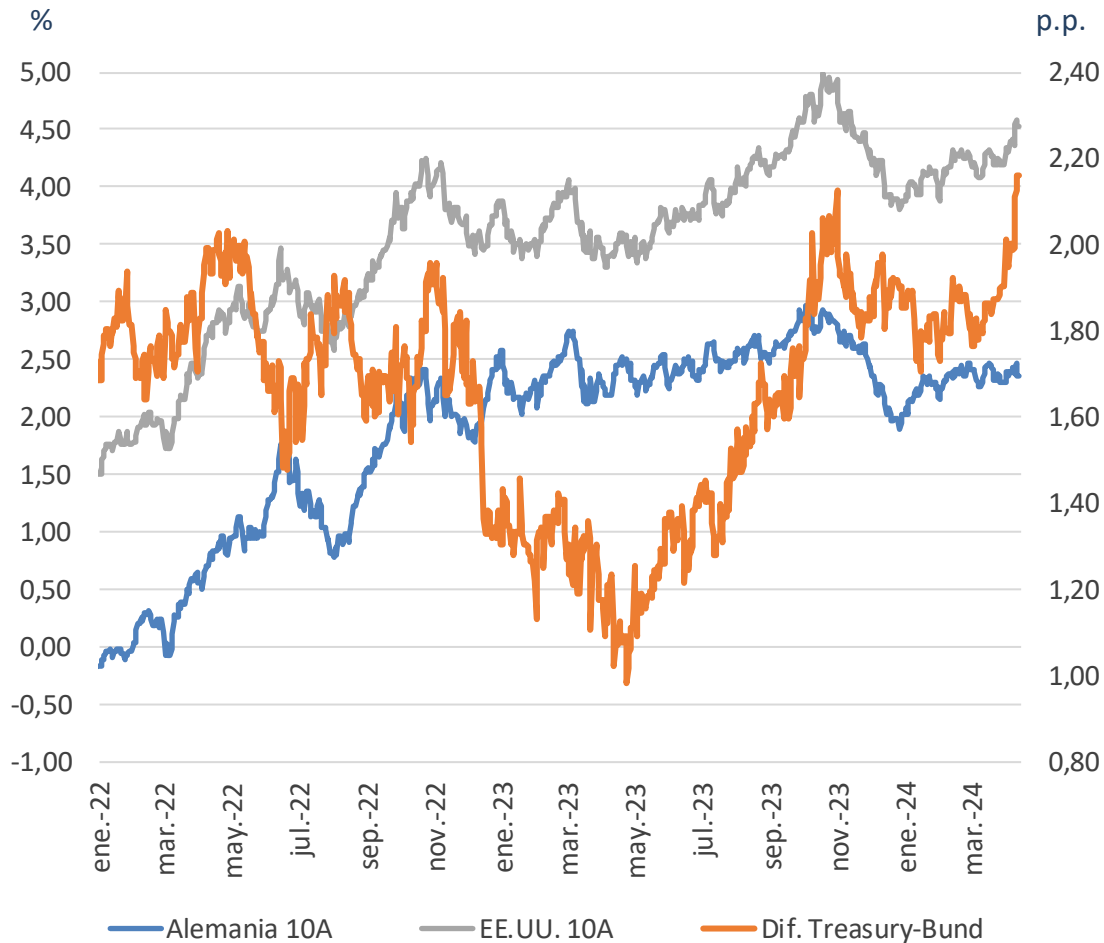


### Conjunto emergentes

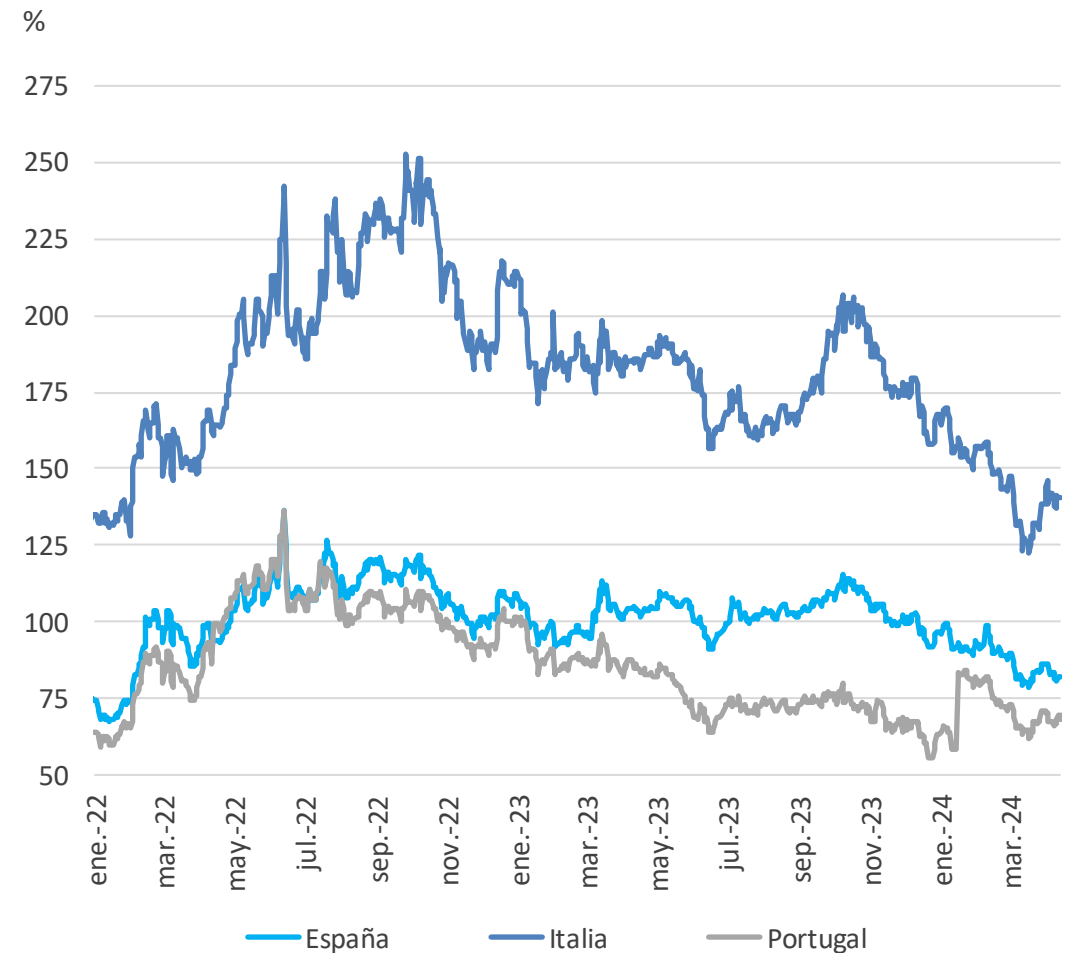
- ▶ Han empezado a recortar los tipos ( Hungría, Brasil, Chile, Rep. Checa, etc.).

# Se amplía el diferencial entre EE.UU. y Alemania por la divergencia de expectativas en el *timing* para el primer recorte de tipos

## Rentabilidad deuda soberana



## Eurozona: Primas de riesgo



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

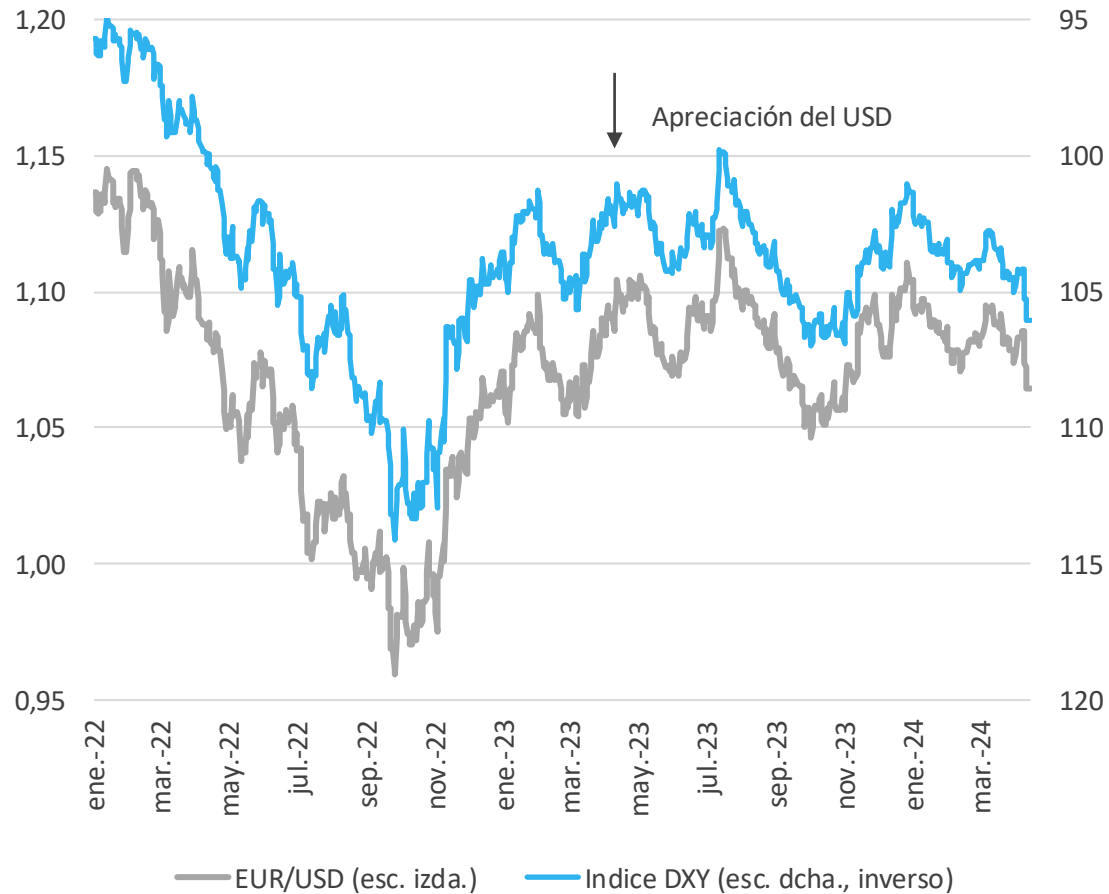
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Nota: En enero el bono de referencia de Portugal cambia, explicando así el fuerte repunte en la prima de riesgo

# El posible retraso de las bajadas de la Fed da fortaleza al dólar

## US Dollar Index

(Puntos)



### Fuerzas apreciadoras del dólar frente al euro

- ▶ Mayores tensiones geopolíticas
- ▶ Victoria de Donald Trump
- ▶ Una Fed más restrictiva que el BCE por mayor inflación en EE. UU.
- ▶ Dudas sobre el cumplimiento de las reglas fiscales de la UE

### Fuerzas depreciadoras del dólar frente al euro

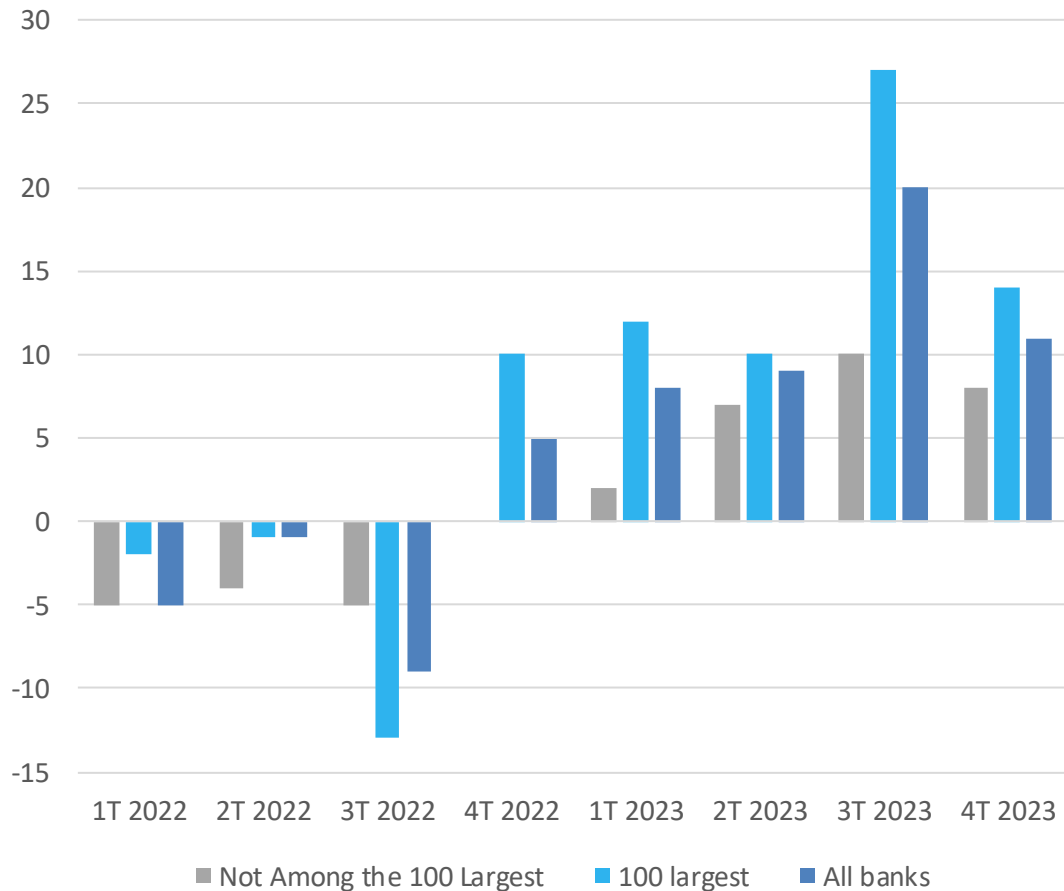
- ▶ Crecimiento más dinámico de lo esperado en la eurozona
- ▶ *Hard landing* en EE. UU.
- ▶ Mayor deterioro del crédito inmobiliario y comercial en EE. UU.
- ▶ Resolución pacífica y rápida de los conflictos, sobre todo en Ucrania

- 
1. Aumento de los riesgos geopolíticos
  2. Divergencia económica entre la Eurozona y EE.UU.
  3. La "ultima milla" del proceso de desinflación
  4. Inicio del proceso de recortes de tipos
  - 5. Otros focos de atención: China, elecciones en EE.UU...**

# El sector inmobiliario comercial en EE.UU. presenta riesgos con una exposición concentrada en banca regional y local

## EE. UU: Tasas de morosidad de crédito inmobiliario comercial

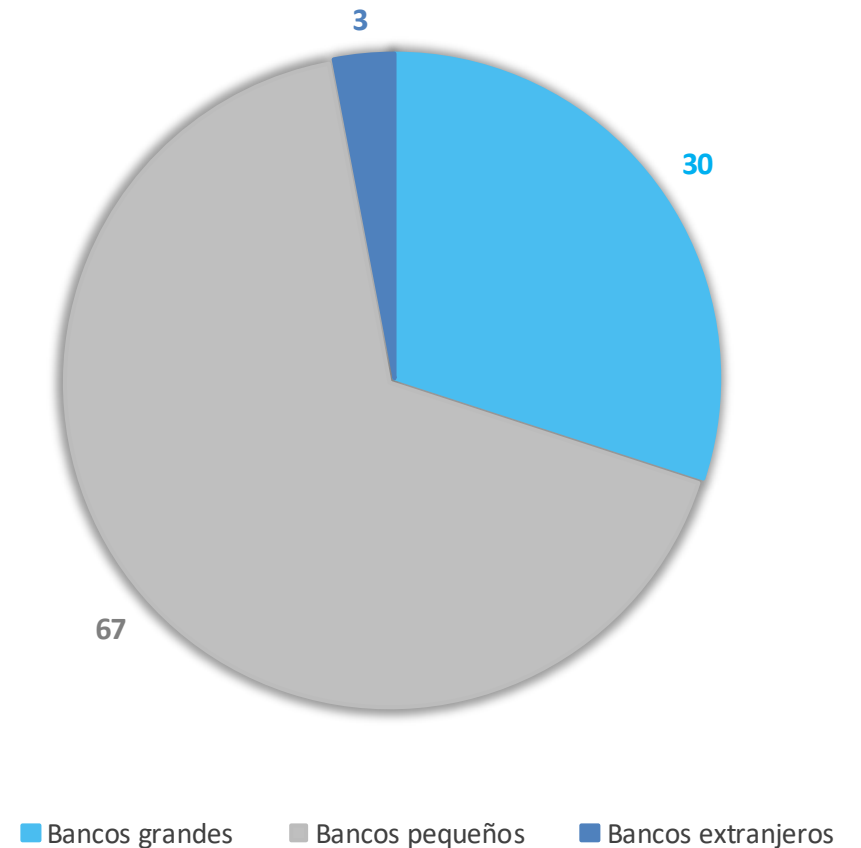
Variación trimestral (p.p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal

## EE. UU.: deuda CRE en manos de la banca comercial

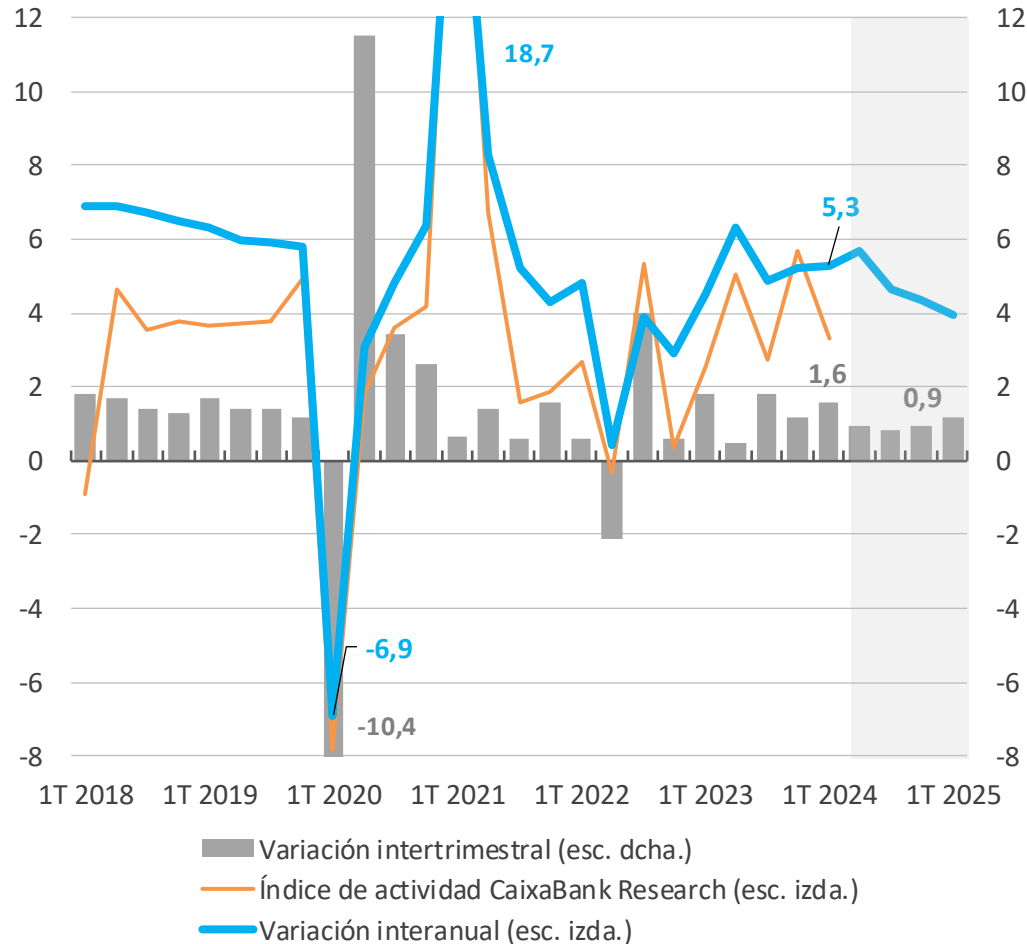
%



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y la Reserva Federal.

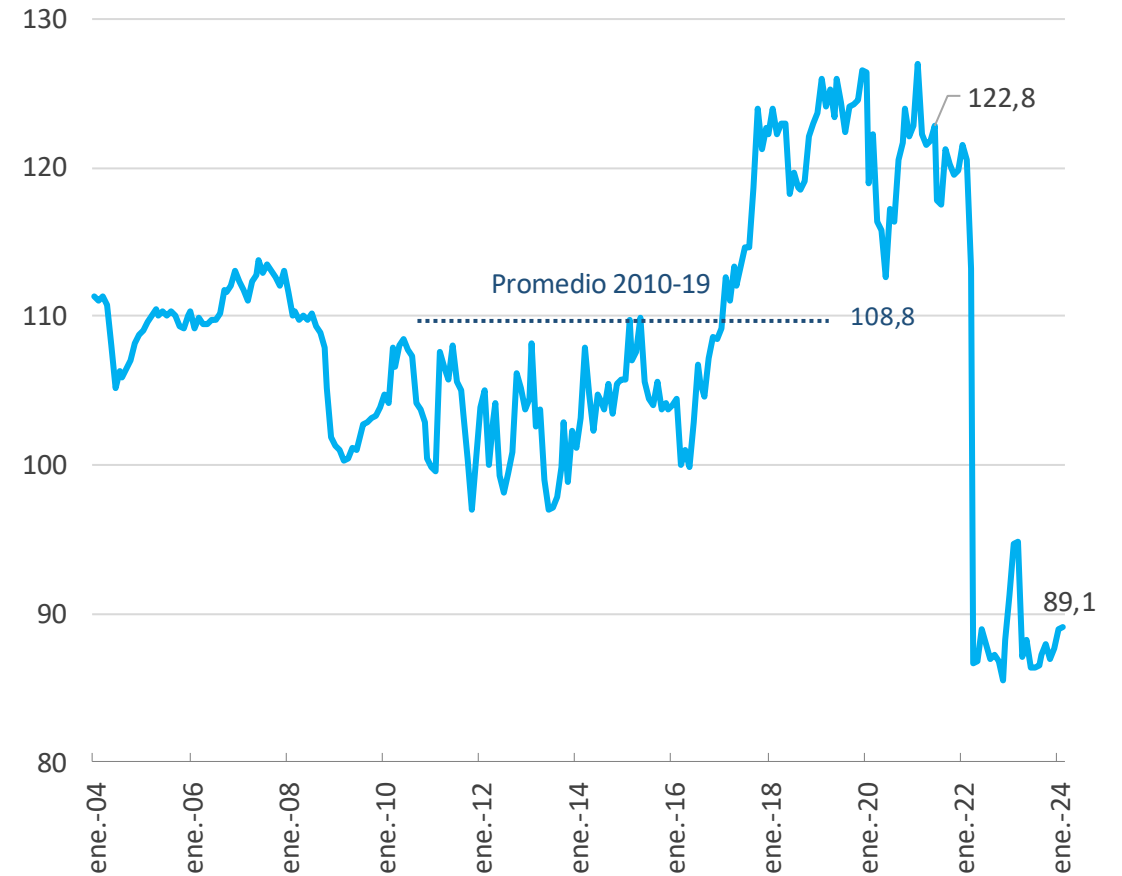
# Sorpresa positiva de China en el 1T, debilidad en el horizonte

## China: crecimiento del PIB



Fuente: Caixa Bank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China.

## Índice de confianza de los consumidores



Notas: \* Los datos se refieren a superficies totales (en millones de m<sup>2</sup>) construidas y vendidas. Se utilizan promedios móviles de 12 meses excluyendo enero y febrero.

Fuente: Caixa Bank Research, a partir de datos de Refinitiv.

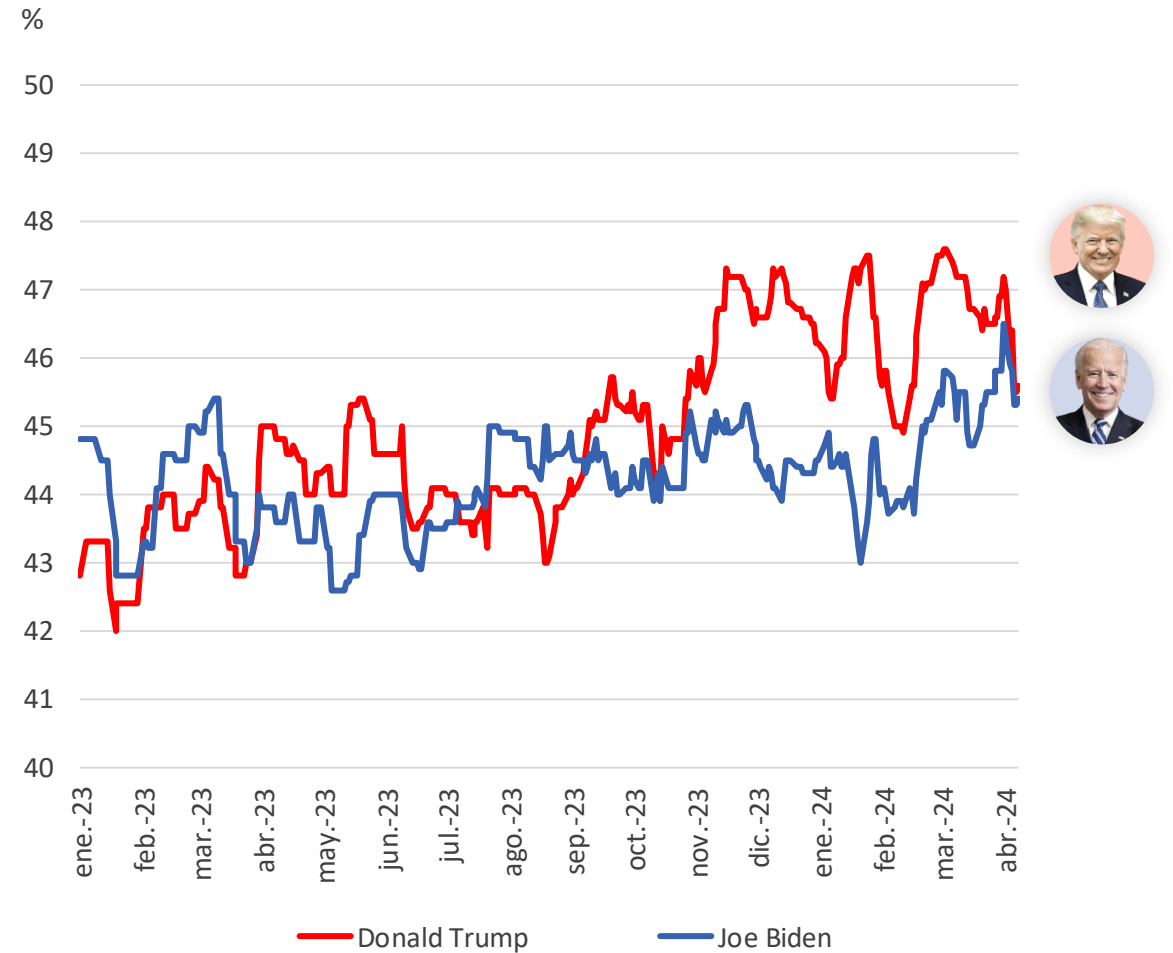
# Año de elecciones, con especial énfasis en las de EE. UU.

## Países donde se celebran elecciones en 2024



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

## Encuestas elecciones presidenciales en EE. UU.



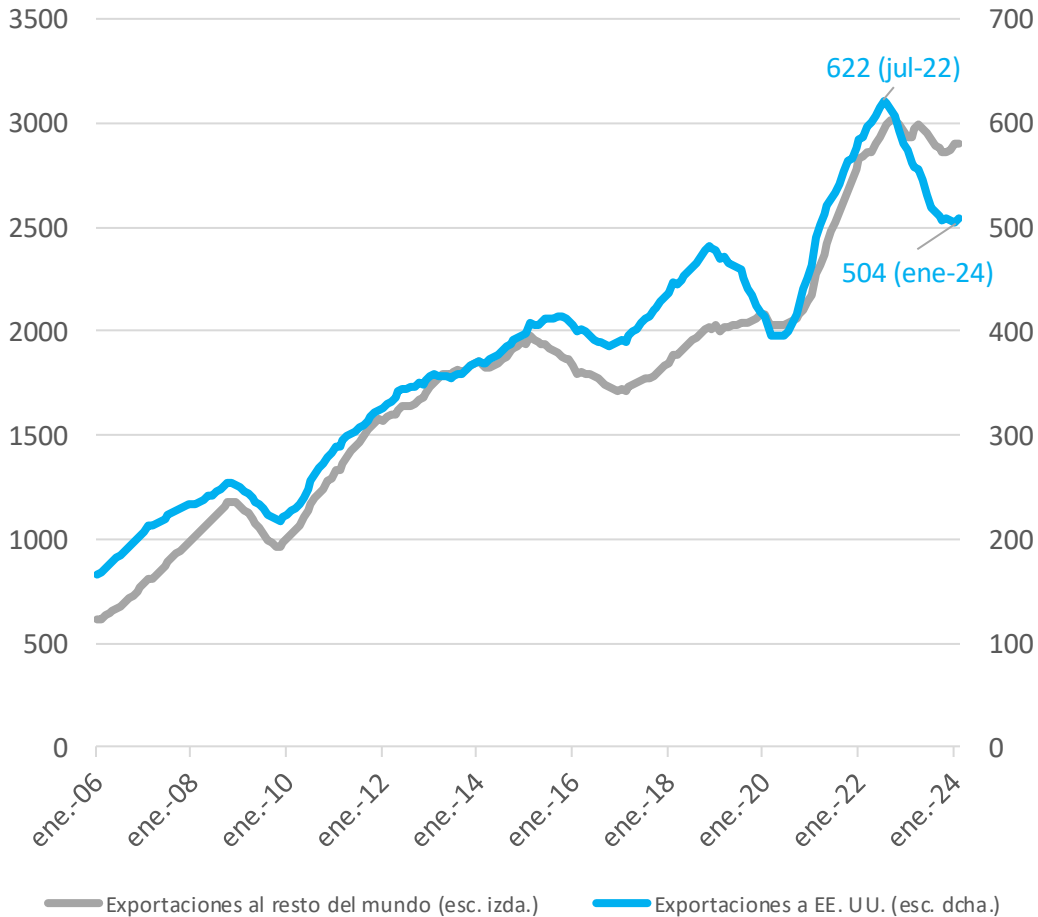
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Real Clear Politics.



# Fase 1: De-coupling, Fase 2: De-risking, Fase 3: De-...?

## Exportaciones de China

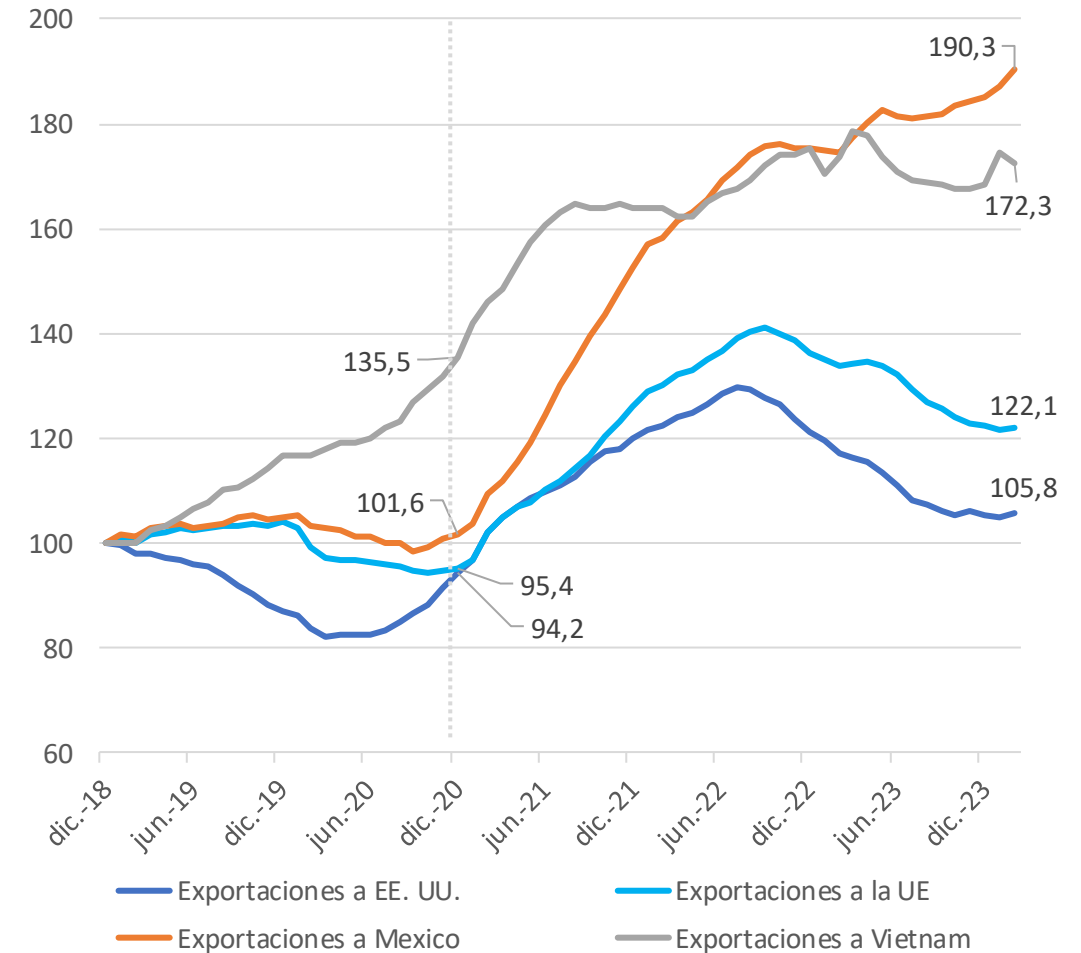
Mil millones de dólares (acumulado de 12 meses)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Aduanas de China, a través de Bloomberg, y Capital Economics.

## Exportaciones de China

Índice (base 100 = diciembre 2018)



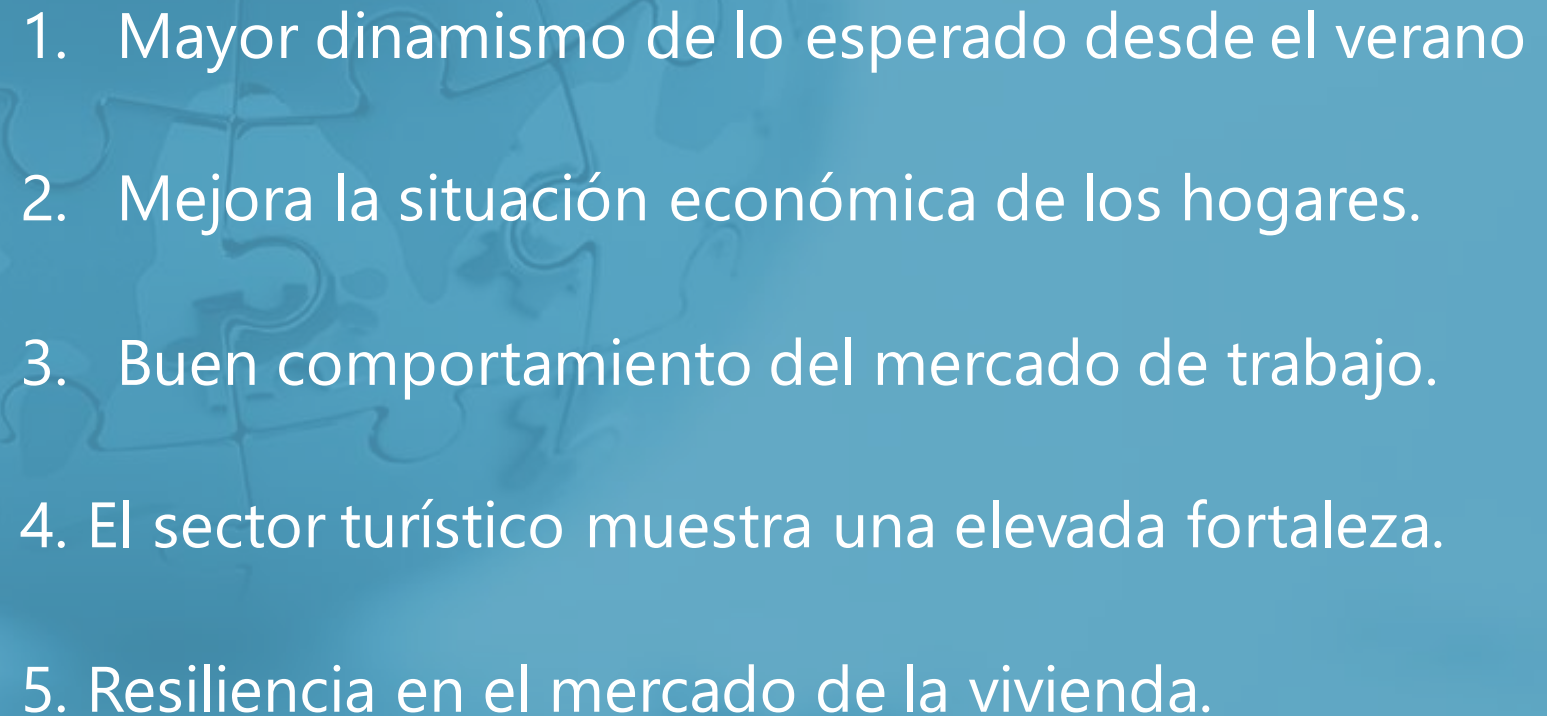
# Cuadro de previsiones para la economía internacional

	2023	Promedio anual		Fin de periodo*		
		2024	2025	2023	2024	2025
<b>PIB mundo</b>	3,0	3,0	3,2	3,1	2,9	3,2
<b>PIB economías avanzadas</b>	1,6	1,4	1,7	1,6	1,4	1,8
<b>PIB economías emergentes</b>	4,0	4,0	4,2	4,1	3,9	4,2
<b>Petróleo Brent</b> ( <i>\$ por barril</i> )	82,2	78,9	75,3	77,3	78,0	73,0
<b>Gas natural TTF</b> ( <i>€ por MWh</i> )	41,5	30,7	32,9	36,0	35,5	34,4
<b>China - PIB</b>	5,2	4,6	4,4	5,2	4,5	4,4
<b>EE. UU. – PIB</b>	2,5	2,2	1,6	3,1	1,3	1,8
<b>EE. UU. – inflación general</b>	4,1	2,6	2,0	3,2	2,2	2,1
<b>Fed funds rate (límite superior)</b>	5,23	5,13	4,04	5,50	4,50	3,50
<b>Eurozona - PIB</b>	0,5	0,7	1,7	0,1	1,4	1,8
<b>Eurozona – inflación general</b>	5,4	2,2	2,1	2,7	2,2	2,1
<b>BCE - depo</b>	3,33	3,63	2,63	4,00	3,00	2,25
<b>Euribor 12M</b>	3,86	3,21	2,56	3,68	2,78	2,45
<b>Tipo soberano Alemania 10Y</b>	2,46	2,21	2,11	2,11	2,00	2,20
<b>Tipo soberano España 10Y</b>	3,48	3,13	2,95	3,09	2,90	3,00
<b>Cambio EUR/USD</b>	1,08	1,09	1,13	1,09	1,12	1,15

Nota: \*Variación interanual en el 4T para PIB e inflación, y promedio de diciembre para el resto.

## Principales riesgos alrededor del escenario:

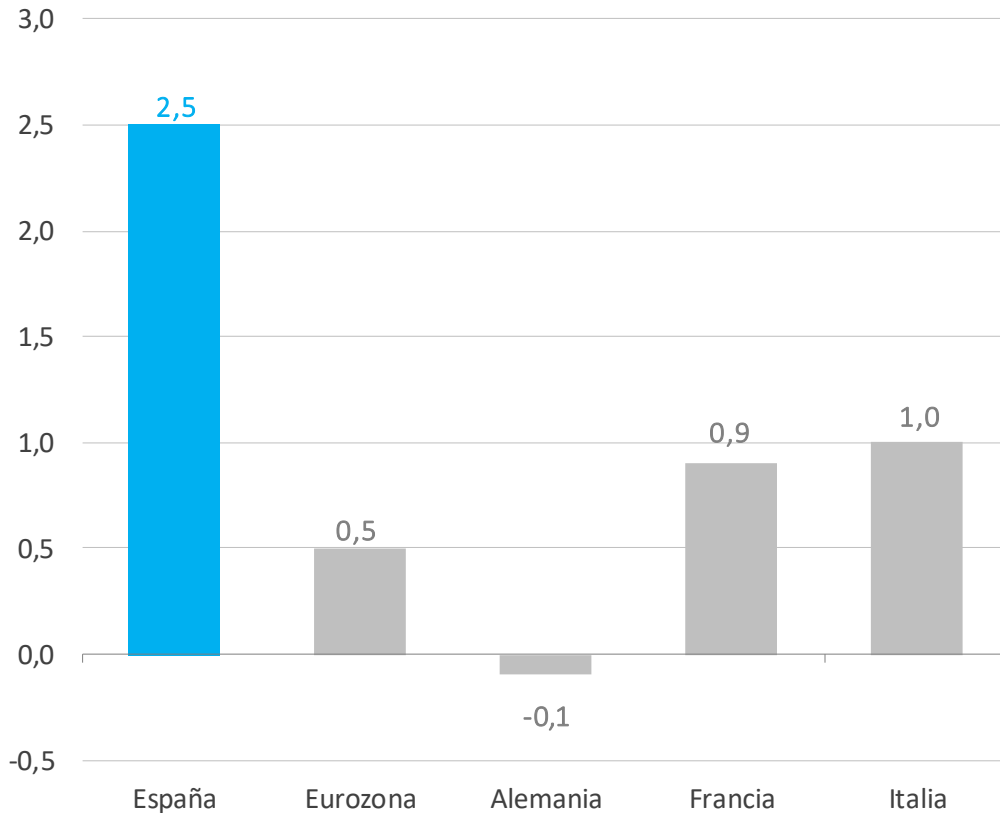
- ▶ **Las tensiones geopolíticas** (guerra de Ucrania, conflicto en Oriente Medio, tensiones EE. UU.-China) son una fuente de volatilidad financiera y fragilidad económica en un año 2024 que será el mayor año electoral en la historia (incluyendo las presidenciales americanas del 5 de noviembre).
- ▶ **Inercia de la inflación**, por efectos de segunda ronda (en un contexto de mercados laborales sólidos) o nuevos shocks de oferta. Puede prolongar el entorno de condiciones monetarias restrictivas y resaltar los riesgos de turbulencias financieras y aterrizaje duro de la economía.
- ▶ **Estrés financiero**, que provoque un deterioro del impulso del crédito, mayores costes de financiación y caída de la confianza. Las bolsas de riesgo incluyen la debilidad del CRE y mercados inmobiliarios sobre calentados, entre otros.
- ▶ **Una mayor debilidad de la economía de China**, que deprimiría la demanda externa y presionaría a la baja los precios internacionales de las materias primas.
- ▶ **En positivo, el escenario podría beneficiarse de mejores vientos de cola** si la desinflación se materializa antes de lo anticipado. Un retraso en los esfuerzos de consolidación fiscal por parte de los gobiernos también podría empujar el crecimiento a corto plazo.

- 
1. Mayor dinamismo de lo esperado desde el verano
  2. Mejora la situación económica de los hogares.
  3. Buen comportamiento del mercado de trabajo.
  4. El sector turístico muestra una elevada fortaleza.
  5. Resiliencia en el mercado de la vivienda.

# La economía española destaca por su elevado dinamismo

## Crecimiento del PIB en 2023

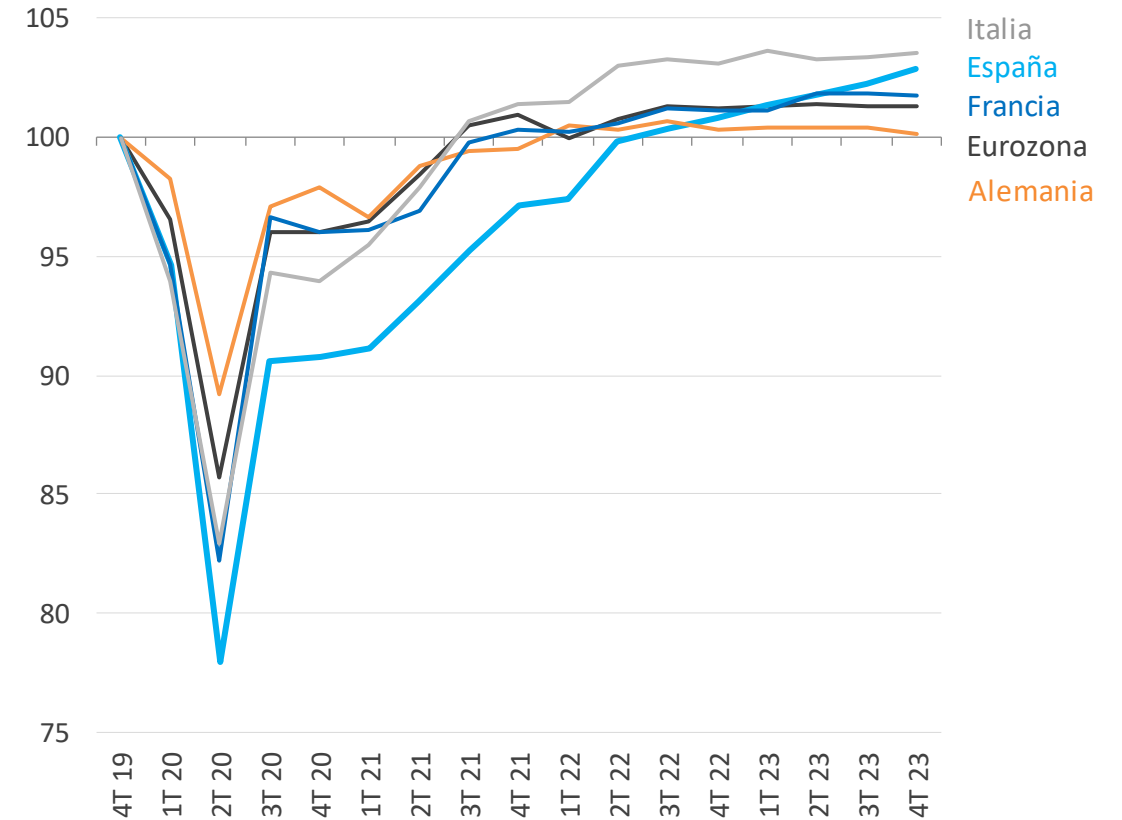
Variación anual en %



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

## Comparativa eurozona: PIB real

4T 2019 = 100

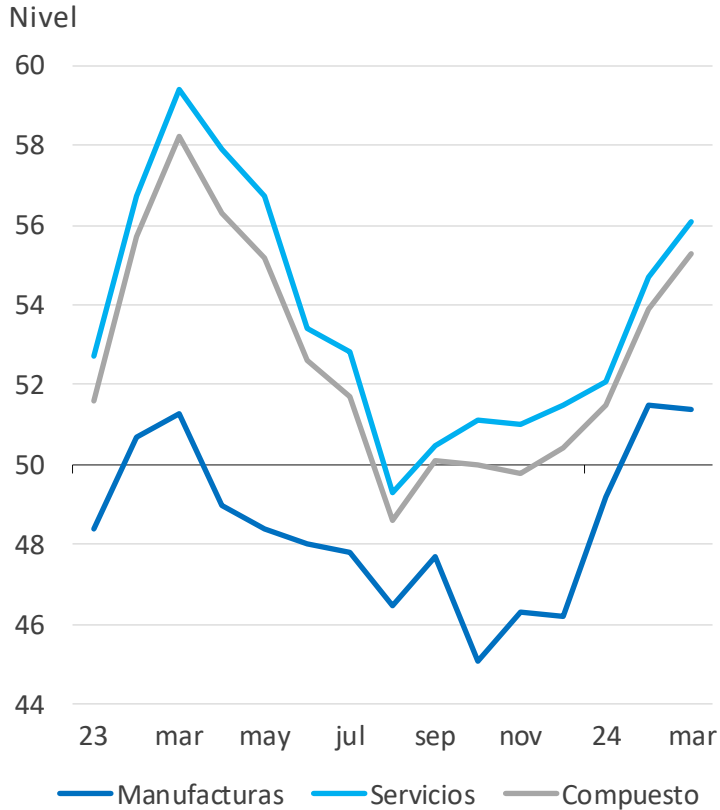


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

- ▶ Hasta mediados de 2022, la economía española era de las más rezagadas para recuperar el nivel previo a la pandemia.
- ▶ El mayor dinamismo de España desde entonces ha permitido situar el PIB en el 4T23 casi un 3% por encima del 4T19, mientras que la eurozona sólo lo supera en un 1,3%.

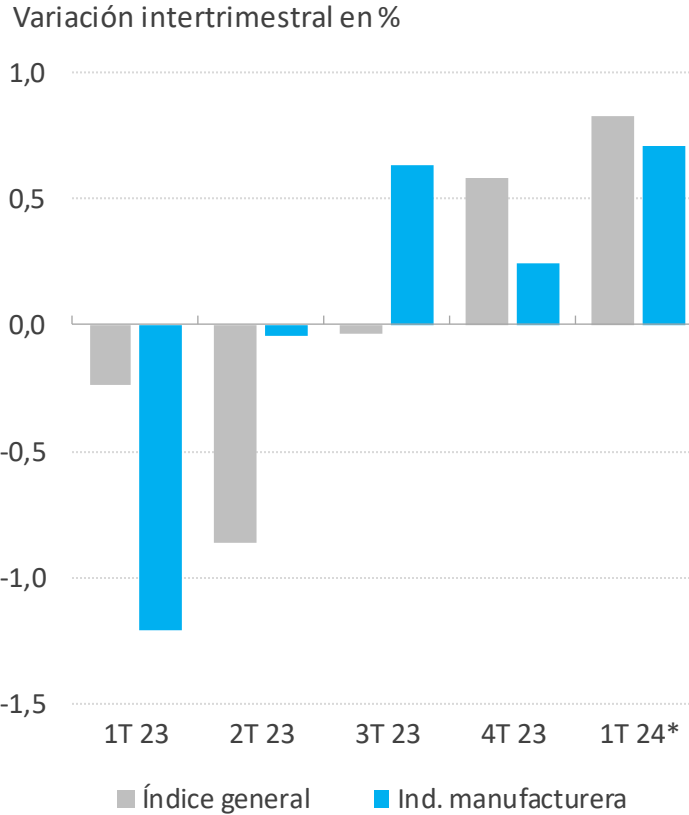
# Mayor dinamismo de lo esperado en el primer trimestre

## PMI



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

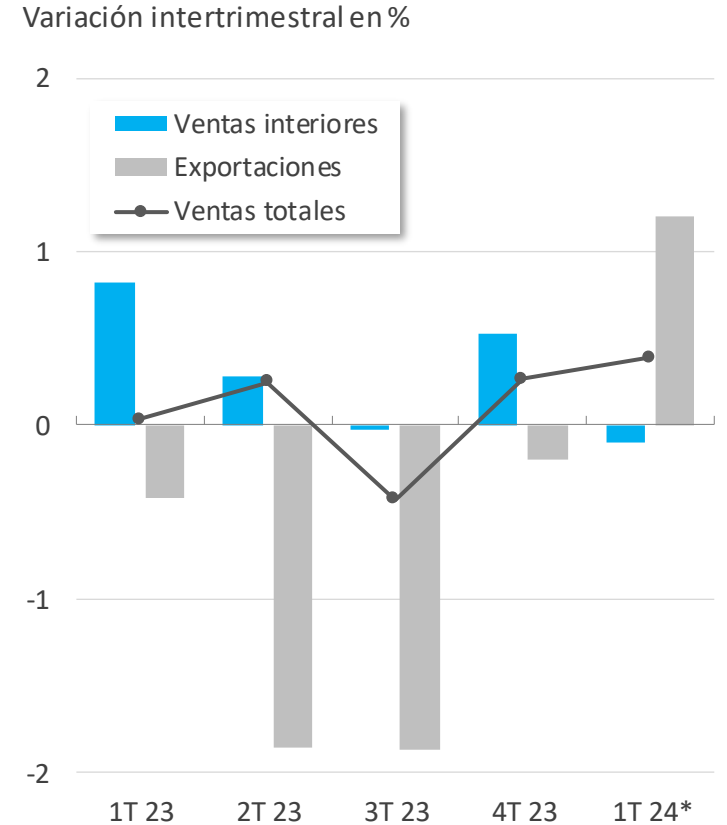
## IPI



Nota: (\*) Enero-febrero.

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos del INE.

## Ventas grandes empresas

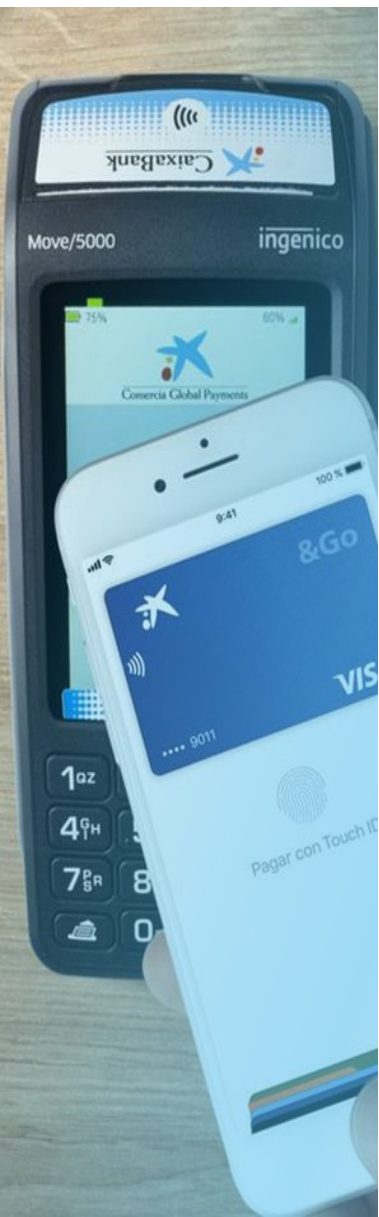


Nota: (\*) Enero-febrero.

Fuente: CaixaBank Research a partir de datos de la AEAT.

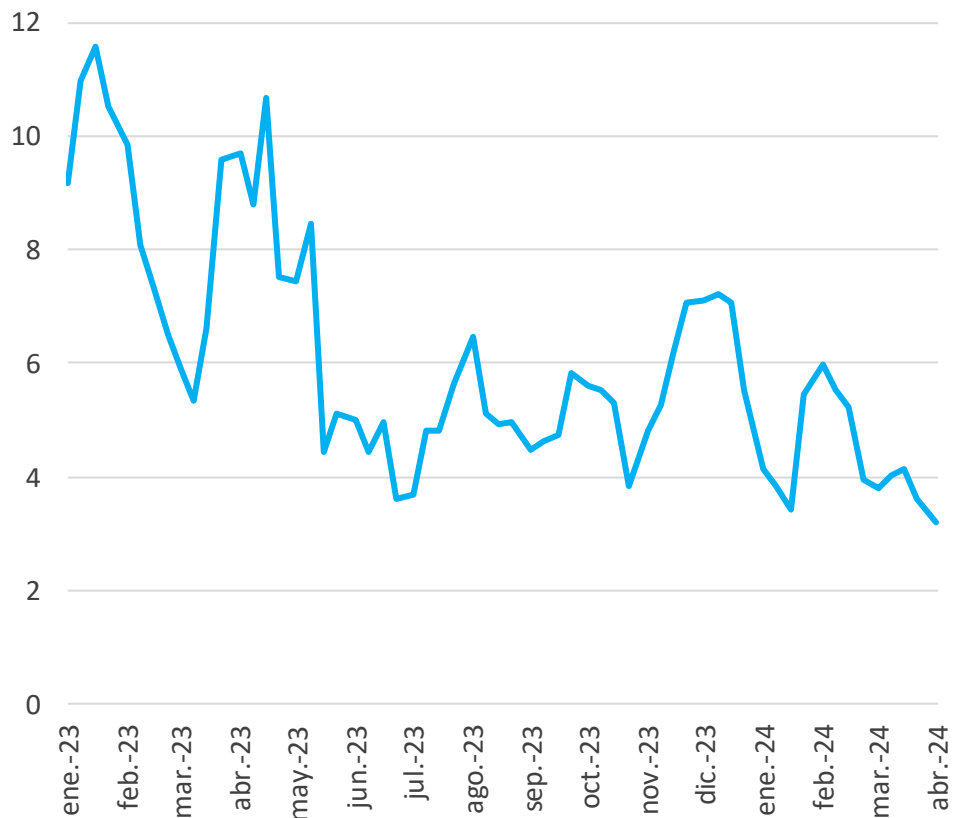
- ▶ El PMI de servicios mantiene su senda alcista y alcanza los 56,1 puntos, una cota que apunta a un ritmo de expansión considerable en el sector.
- ▶ El sector industrial va dejando atrás su debilidad y el PMI del sector manufacturero, con 51,4 puntos, se consolida en la zona que marca crecimiento (> 50 puntos) tras pasar los diez meses que van de abril 2023 a enero 2024 por debajo de los 50 puntos. 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).

# El gasto de extranjeros se muestra muy pujante, pero el doméstico no acaba de ganar dinamismo



## Gasto tarjetas españolas<sup>1</sup>

Variación interanual (%) Media móvil 4 semanas



Variación interanual total tarjetas española: 5,3% en enero, 5,5% en febrero, 3,8% en marzo y 3,2% en abril (datos hasta día 7).

## Gasto tarjetas extranjeras<sup>1</sup>

Variación interanual (%) Media móvil 4 semanas



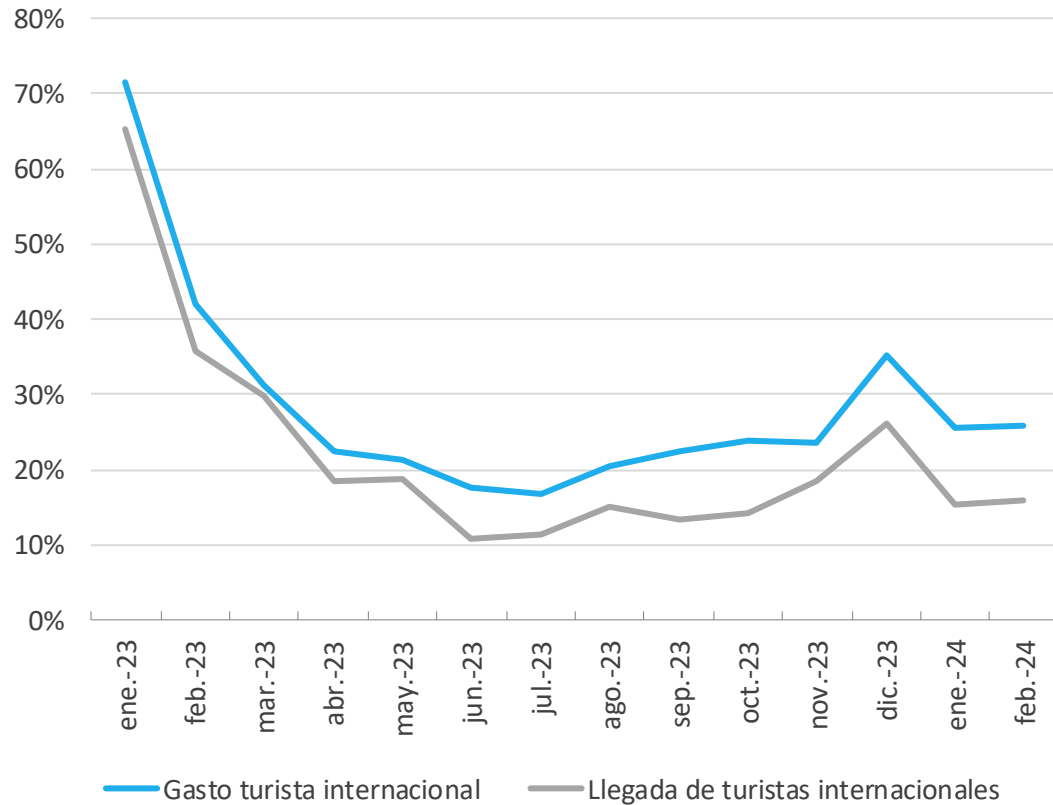
Variación interanual total tarjetas extranjeras: 18% en enero, 23% en febrero, 29% en marzo y 26% en abril (datos hasta día 7).

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

# El turismo arranca el año con muy buenos registros

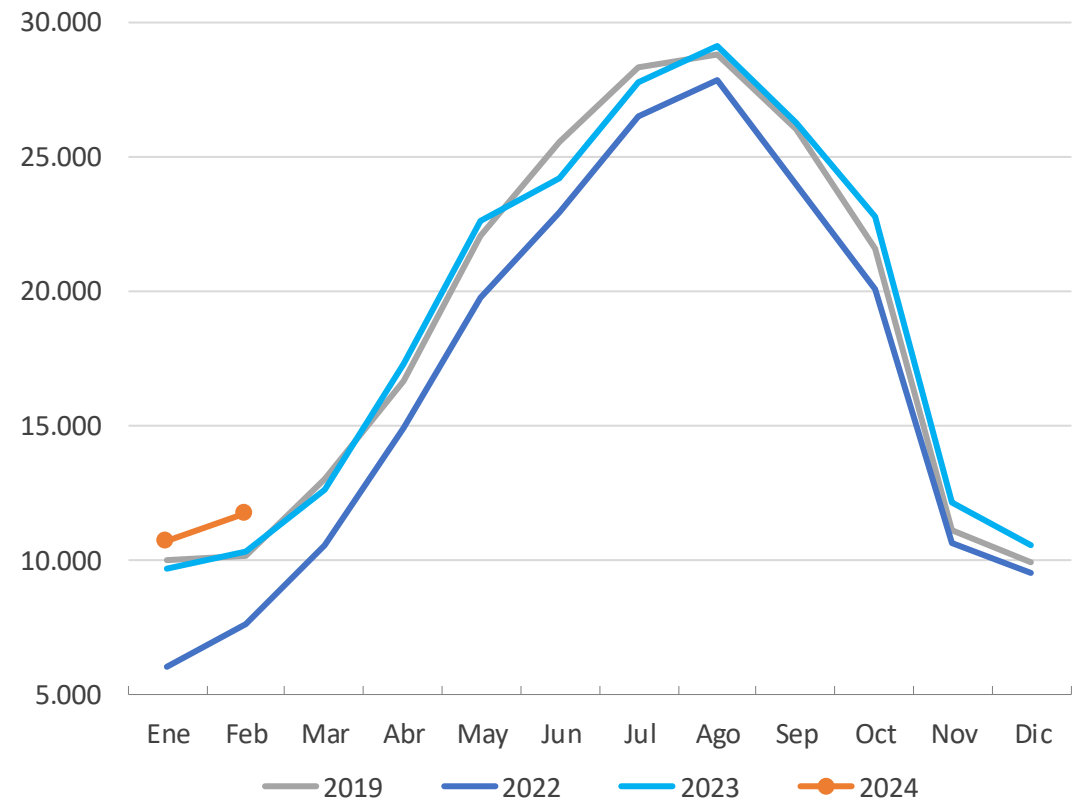
## Turismo extranjero en España

Variación interanual



## Pernoctaciones hoteleras de extranjeros

Miles

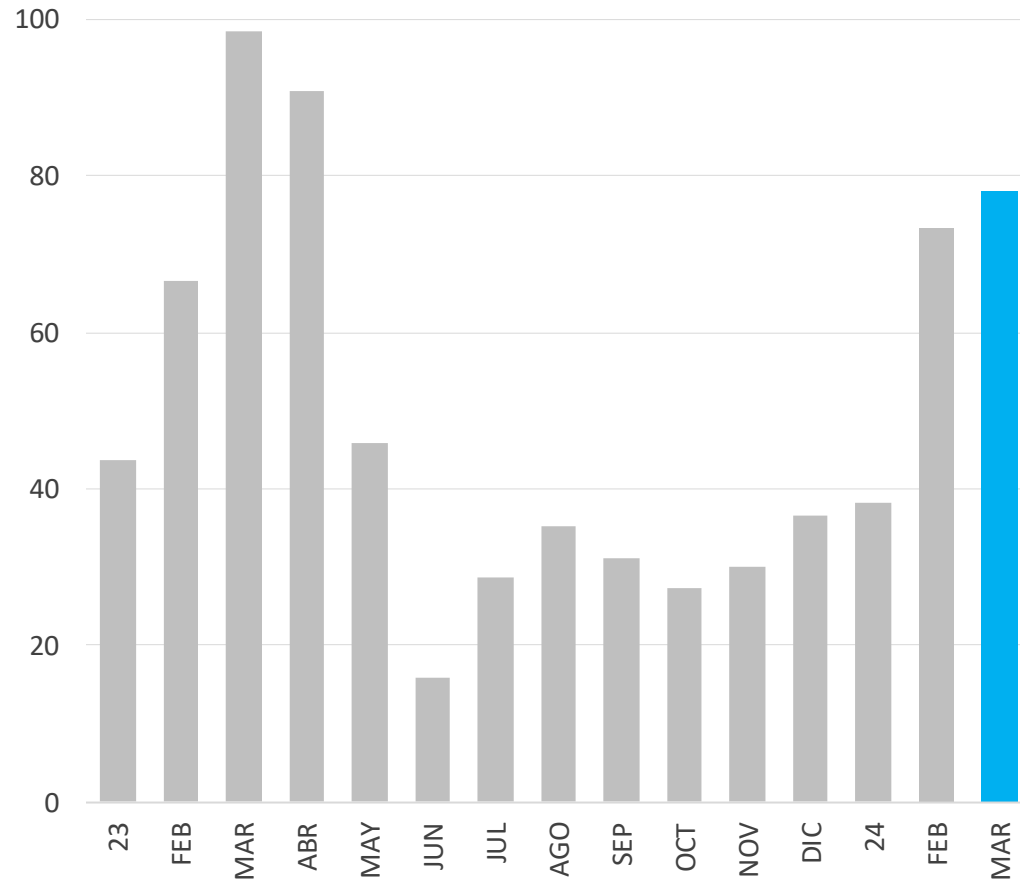


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

- ▶ Aunque el ritmo interanual tanto de llegadas como de gasto de turistas extranjeros se ha moderado respecto a los extraordinarios registros de 2023, ambos indicadores siguen creciendo a ritmos de dos dígitos a comienzos de 2024. El sector seguirá contribuyendo de forma positiva al crecimiento de la economía.

## Aumento mensual de afiliados

Miles, datos desestacionalizados



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

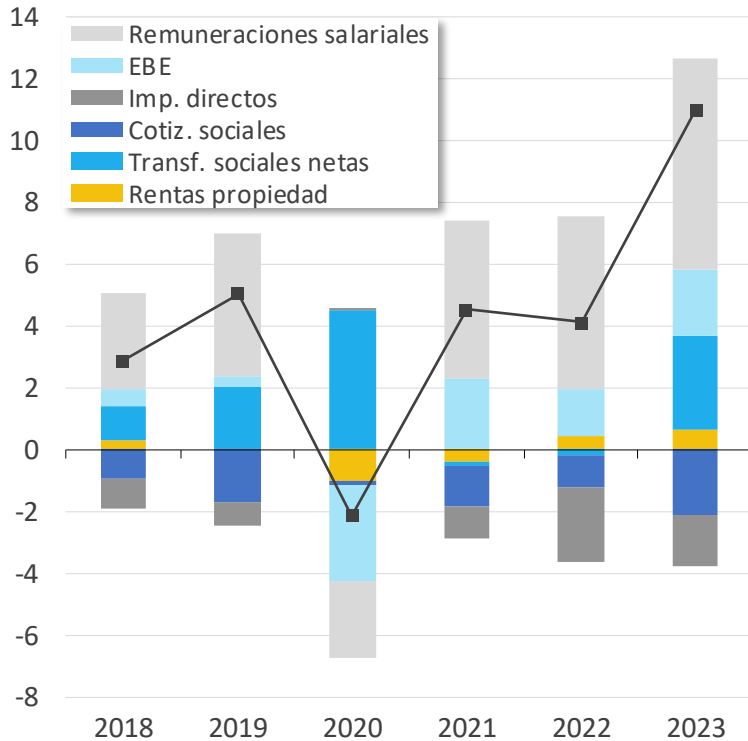
- ▶ +77.866 en marzo, el mayor avance desde abril del año pasado.
- ▶ +0,7% t/t en 1T24 (0,4% en los dos trimestres anteriores).
- ▶ Respecto a marzo de 2023, los afiliados han aumentado en 525 mil (+2,6%), de los que:
  - +475 mil en servicios, 90% de todo el empleo creado (+3,3%); 154 mil en Educación, 86 mil en Hostelería, 34 mil en Sanidad y 27 mil en consultoría e informática.
  - +42 mil en industria (+1,8%)
  - +22 mil en construcción (+1,6%)
  - -13 mil en agricultura (-1,3%)
  - + 444 mil en sector privado (+2,5%)
  - +81 mil en sector público (+2,8%)
  - +317 mil españoles (+1,8%)
  - +208 mil extranjeros (+8,2%).
  - +551 mil indefinidos; de los que 430 mil a jornada completa, 103 mil a tiempo parcial y 18 mil fijos discontinuos.
  - -137 mil temporales.
  - +101 mil otros contratos (incluye funcionarios y programas de formación y prácticas).



# Mejora la situación económica de los hogares, gracias a la creación de empleo y al avance de los salarios reales

## Renta bruta disponible

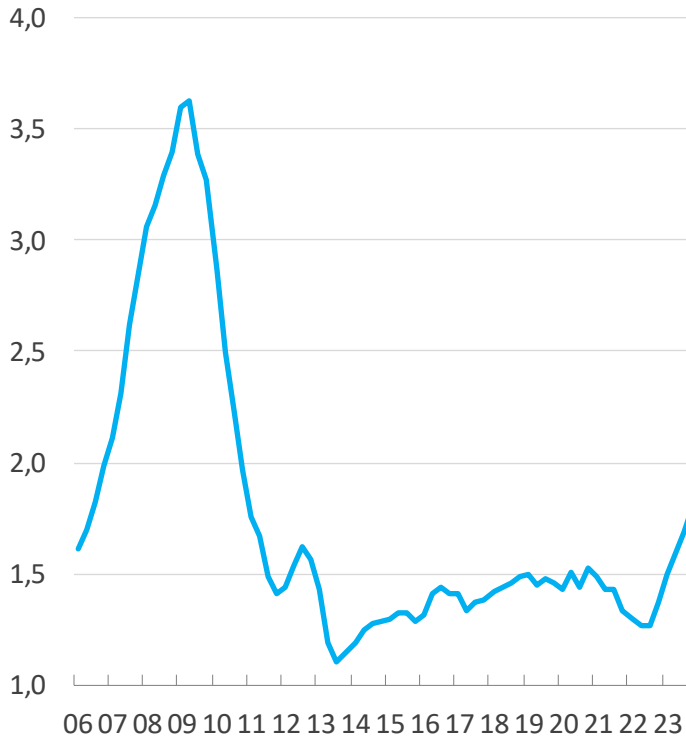
Variación interanual (%) y contribuciones



**Nota:** Cuentas no financieras. (\*) Antes de asignación de SIFMI.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

## Pago neto de intereses

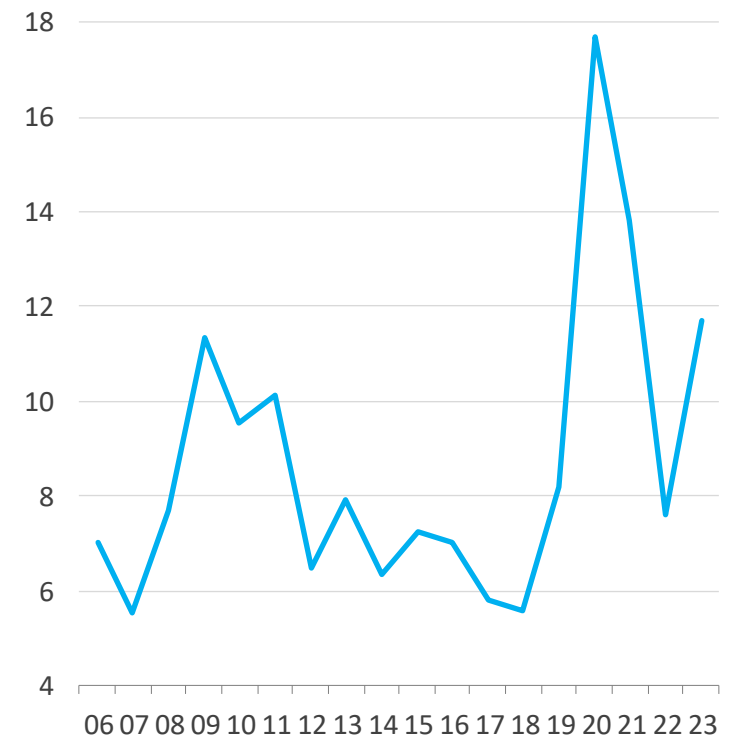
En % del RBD



**Nota:** intereses pagados antes de asignación de SIFMI.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE, cuentas no financieras.

## Tasa de ahorro

Porcentaje sobre la renta bruta disponible

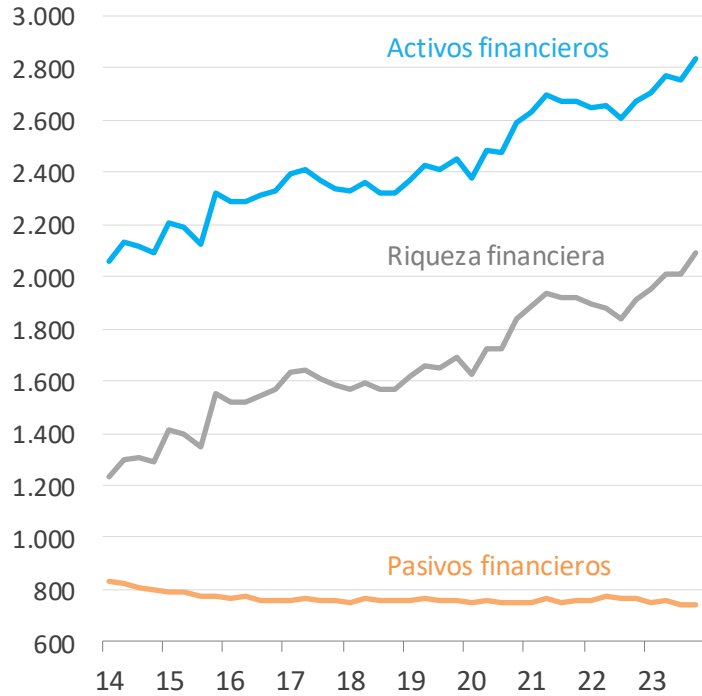


- ▶ La intensa creación de empleo ha impulsado el crecimiento de la RBD de las familias, que anota un avance del 11% en 2023. Las remuneraciones salariales crecieron un 8,8%
- ▶ La subida de los tipos de interés ha aumentado la carga de la deuda de las familias, si bien se sitúa en niveles históricamente moderados, el 1,8% de la RBD en 2023 a nivel agregado. El aumento de los ingresos de otras rentas de la propiedad ha compensado sobradamente el mayor pago de intereses
- ▶ Dado que la recuperación del consumo ha sido menos intensa que la de la renta, la tasa de ahorro (11,7% RBD) ha repuntado y se mantiene en niveles elevados, por encima de su promedio histórico.

# Los hogares han reforzado su situación patrimonial y recompuesto su ahorro financiero

## Balance financiero de las familias

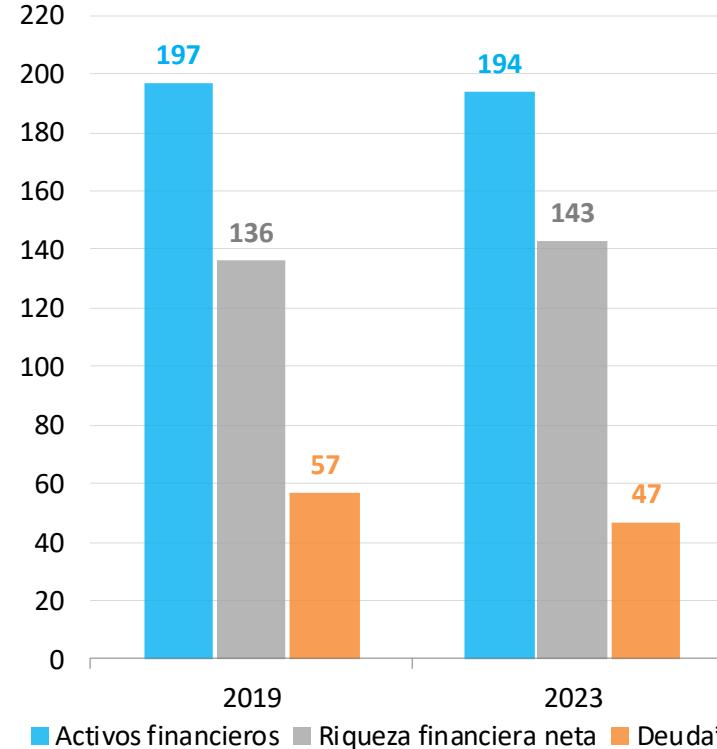
Millones de euros



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

## Balance financiero

En % PIB

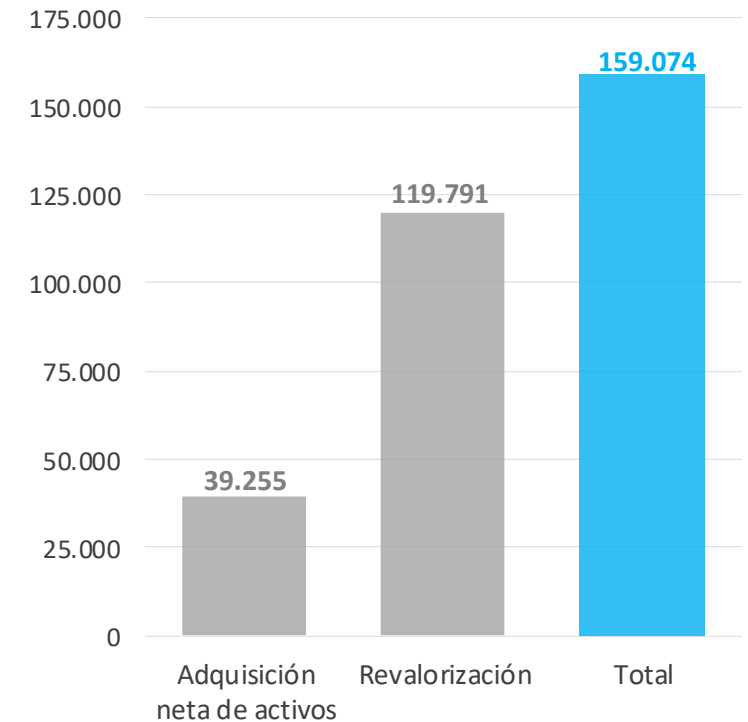


Nota: (\*) Deuda materializada en préstamos.

## Variación saldo de activos financieros

Millones de euros

2023

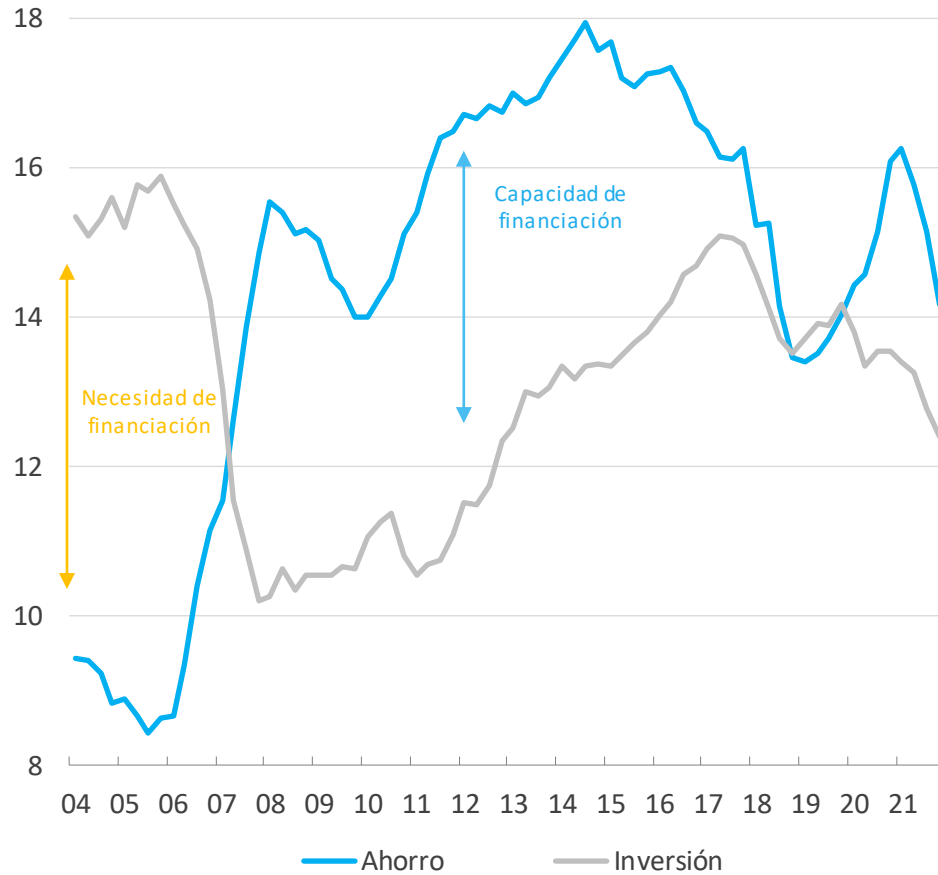


- ▶ La riqueza financiera se recupera tras el descenso de 2022, gracias tanto al nuevo ahorro como a las revalorizaciones de los activos y al descenso de los pasivos.
- ▶ En términos de PIB, la riqueza financiera ya supera los niveles de 2019
- ▶ La deuda de los hogares descendió hasta el 46,9% del PIB, frente el 52,3% en el 2022, la cifra más baja desde el año 2000.

# Las empresas prosiguen desapalancándose en un contexto de baja inversión

## Ahorro vs. Inversión de las empresas

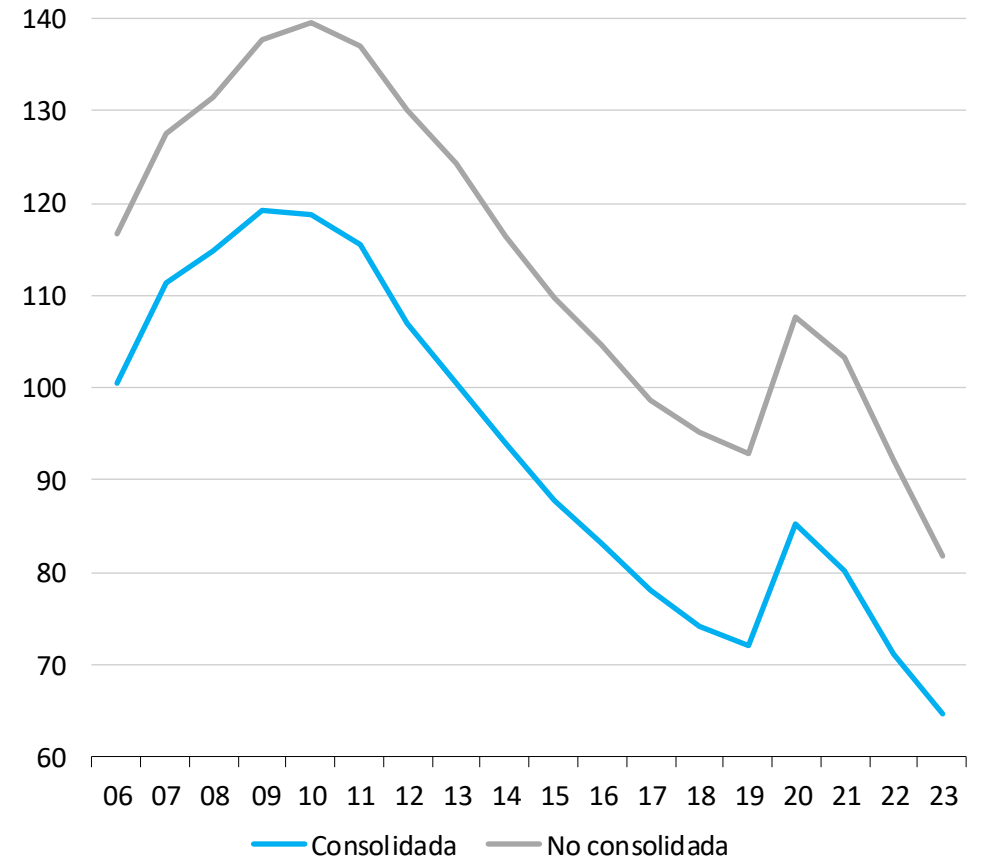
% del PIB



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

## Ratio endeudamiento

% del PIB

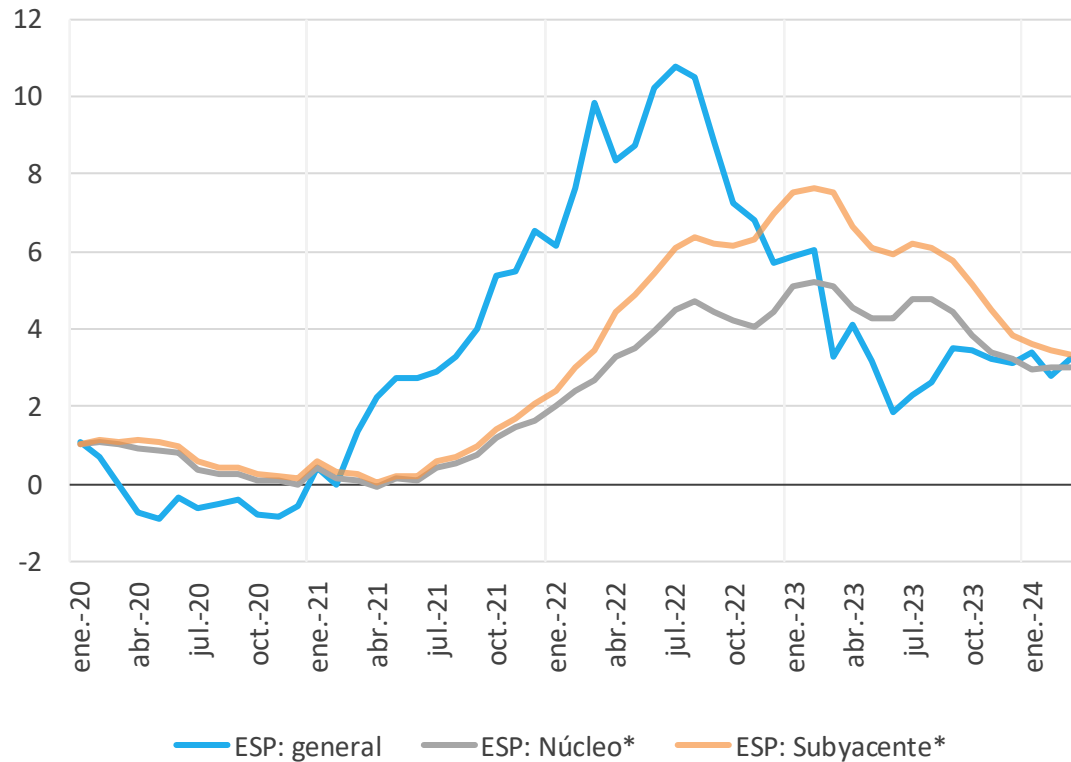


Nota: Deuda consolidada: excluida la deuda entre empresas..

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

## España: inflación

Variación interanual, %



**Notas:** \* La inflación subyacente excluye energía y alimentos no elaborados. La inflación núcleo excluye energía y todo tipo de alimentos.

## Inflación acumulada por componentes

Variación acumulada desde diciembre 2019, %

	mar.-23
<b>Inflación general</b>	16,9
<b>Inflación subyacente</b> (sin alimentos no procesados ni energía)	14,3
<b>Inflación núcleo</b> (sin alimentos ni energía)	10,0
- Bienes industriales	6,7
- Servicios	11,5
• Restauración	18,3
• Alojamiento	38,5
<b>Alimentos</b>	30,6
<b>Energía</b>	22,4
- Electricidad	15,9
- Combustibles	21,6

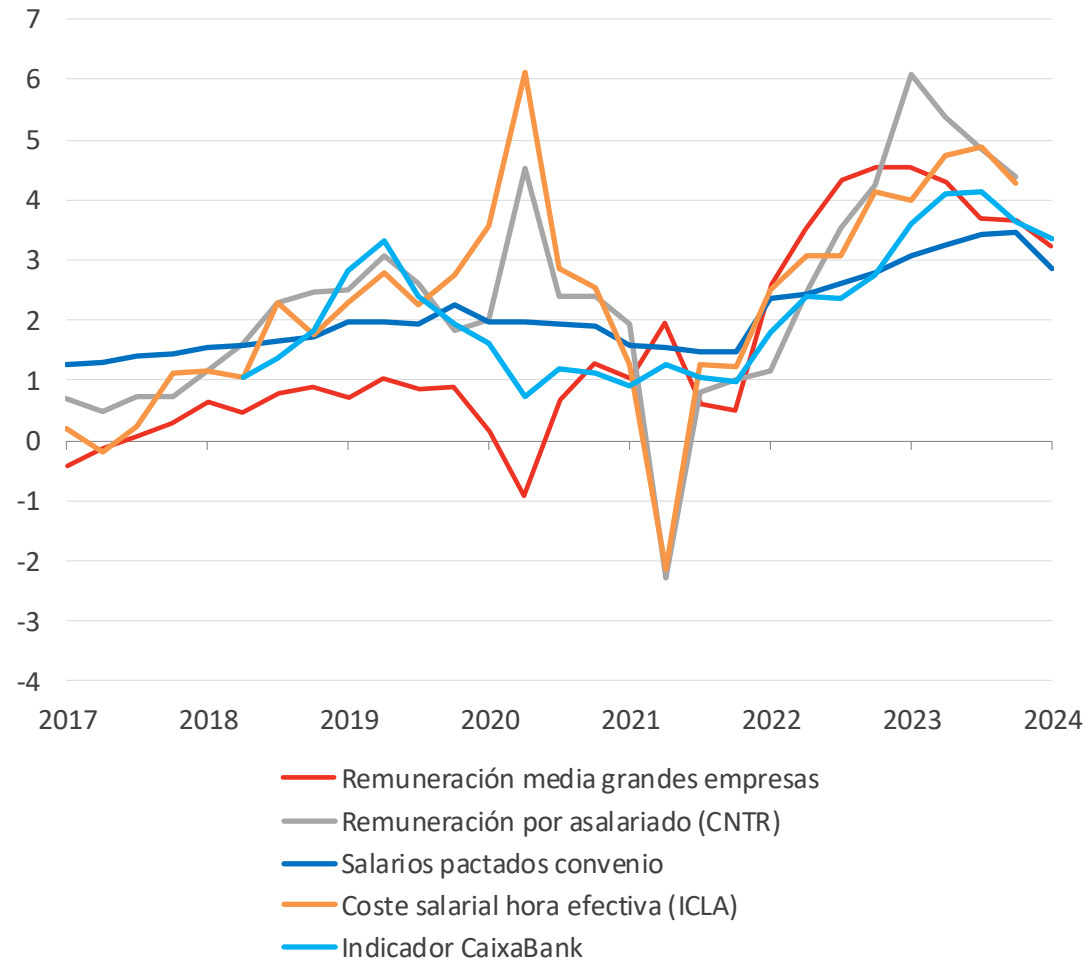
- ▶ La inflación general repuntó 4 décimas en marzo hasta el 3,2%. Este aumento puede atribuirse a la subida temporal en el IVA de la electricidad (del 10% al 21%) y a un aumento en los precios de la gasolina. Sin embargo, alimentos y bienes industriales redujeron su inflación en 9 y 3 décimas, respectivamente. La inflación subyacente (que excluye la energía y los alimentos no procesados) descendió dos décimas, hasta el 3,3% (3,5% en febrero).

# Sin efectos de segunda ronda significativos en salarios



## Indicadores de costes salariales

Variación interanual (%)



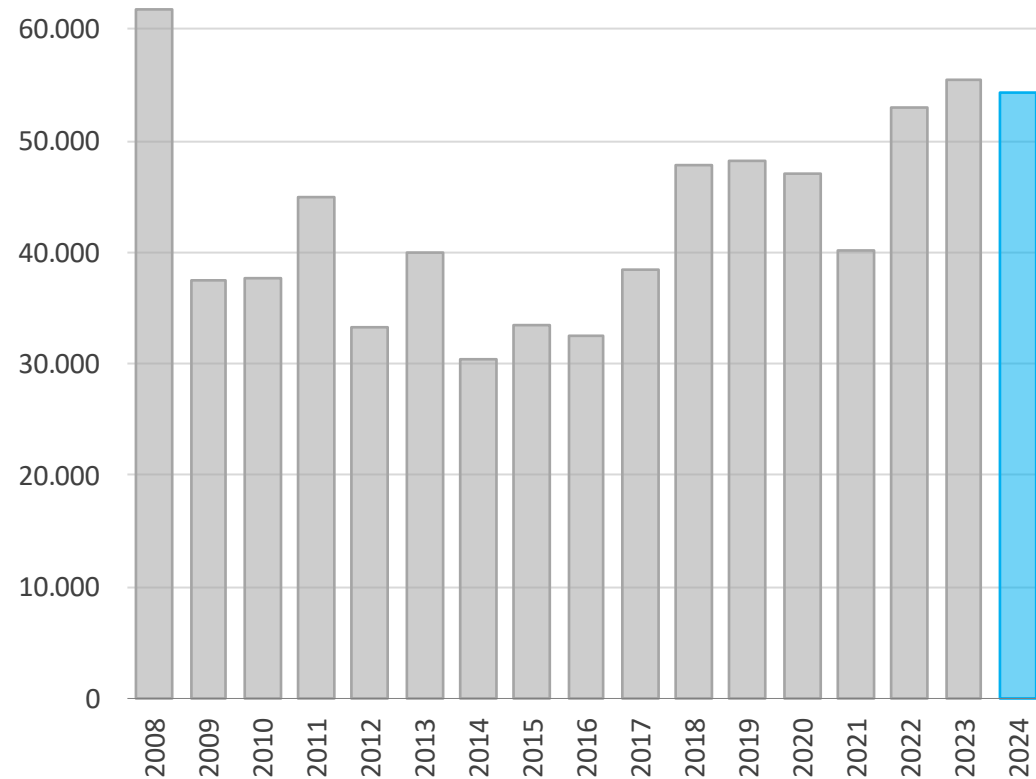
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y MINECO.

- ▶ Los indicadores salariales muestran un senda de desaceleración.
- ▶ El indicador de salarios de CaixaBank inicia 2024 con un ritmo de subida del 3,4% interanual en el 1T (3,6% en el 4T 2023).
- ▶ La subida pactada en los convenios de nueva firma en los tres primeros meses de 2024 se sitúa en el 4,41%

# Resiliencia en el inmobiliario

## Compraventa de viviendas en los meses de enero

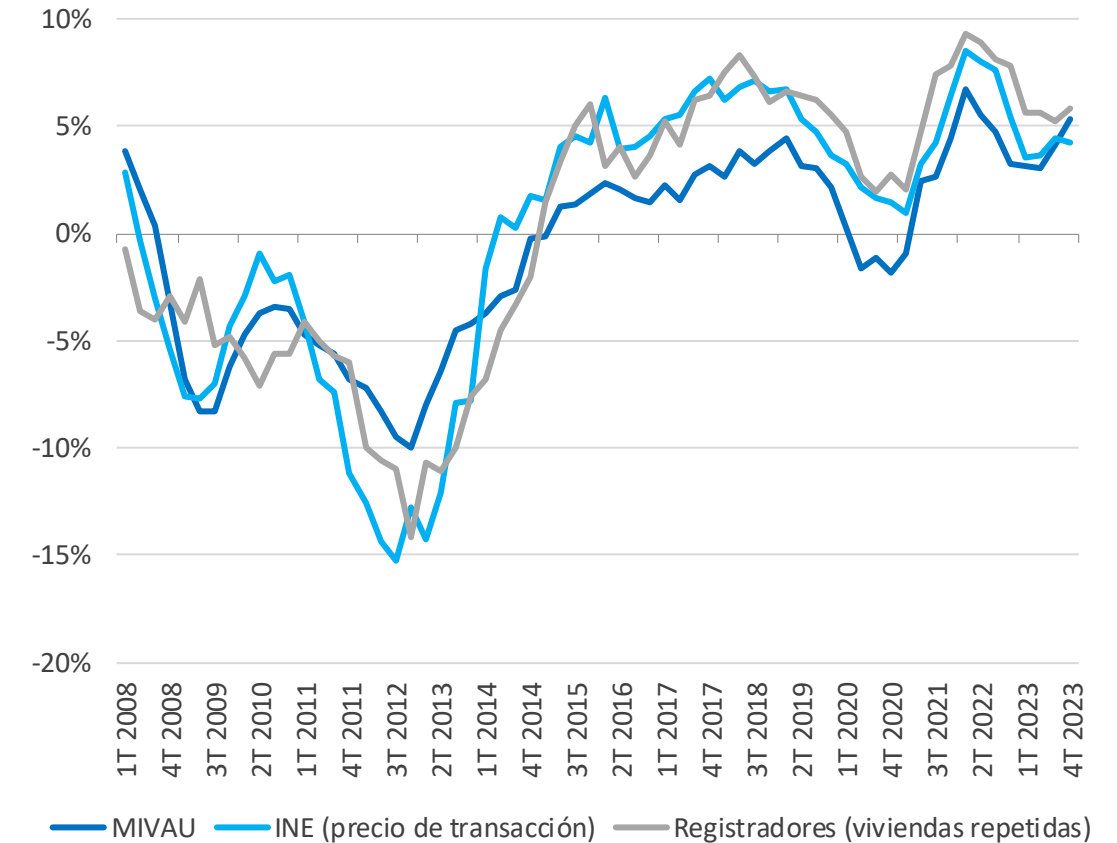
Número



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

## Precio de la vivienda

Variación interanual

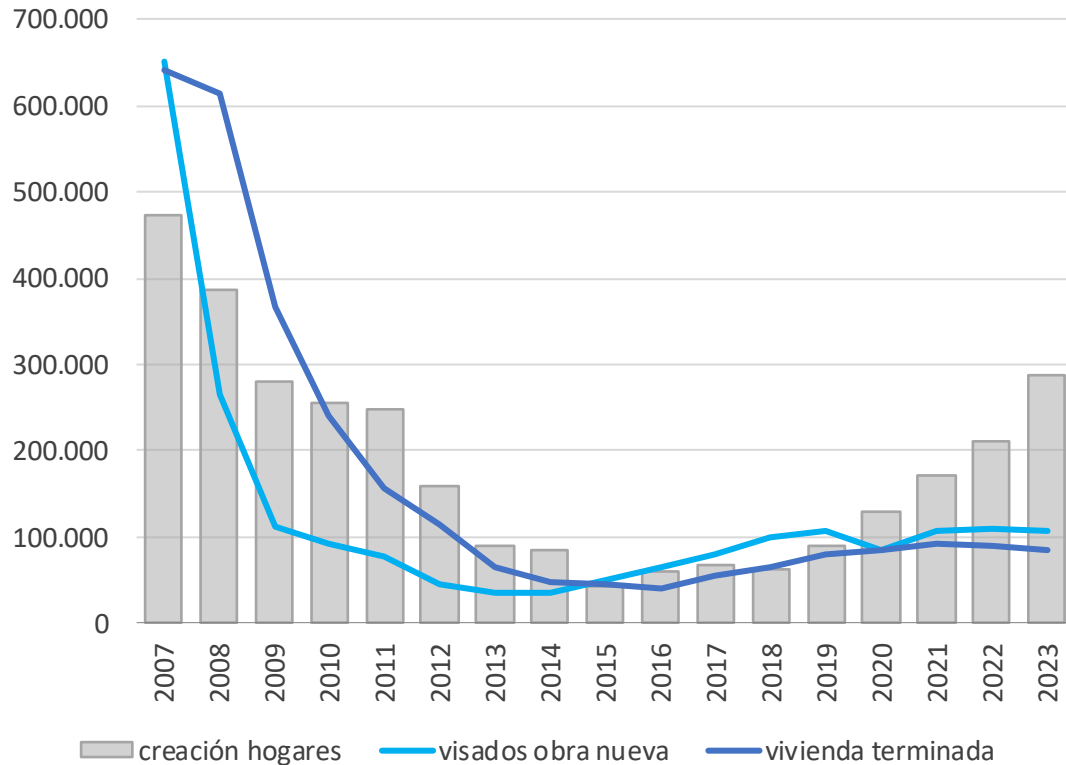


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, MIVAU y Colegio de Registradores.

► Las compraventas de ene-24 se situaron solo -2% vs ene-23. Se cerraron 54.346 transacciones, el segundo mejor dato en un mes de enero desde 2008.

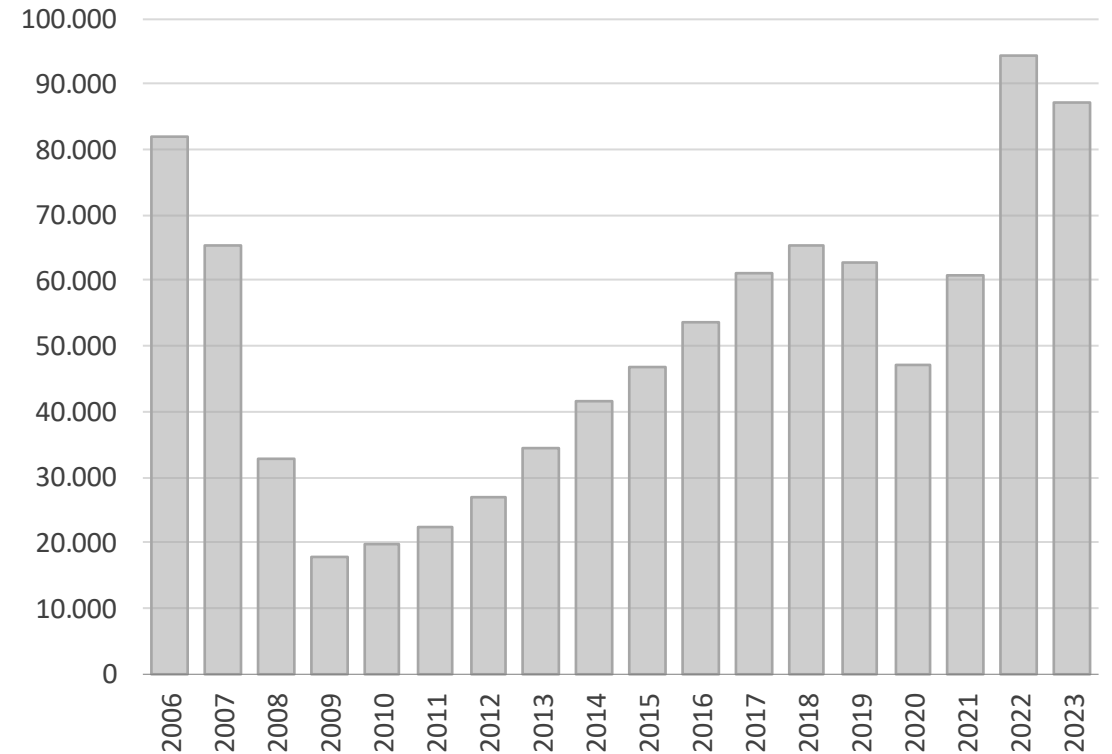
# Amplio *gap* entre oferta de vivienda nueva y creación de hogares

## Visados de obra nueva y creación de hogares



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

## Compraventas por parte de extranjeros

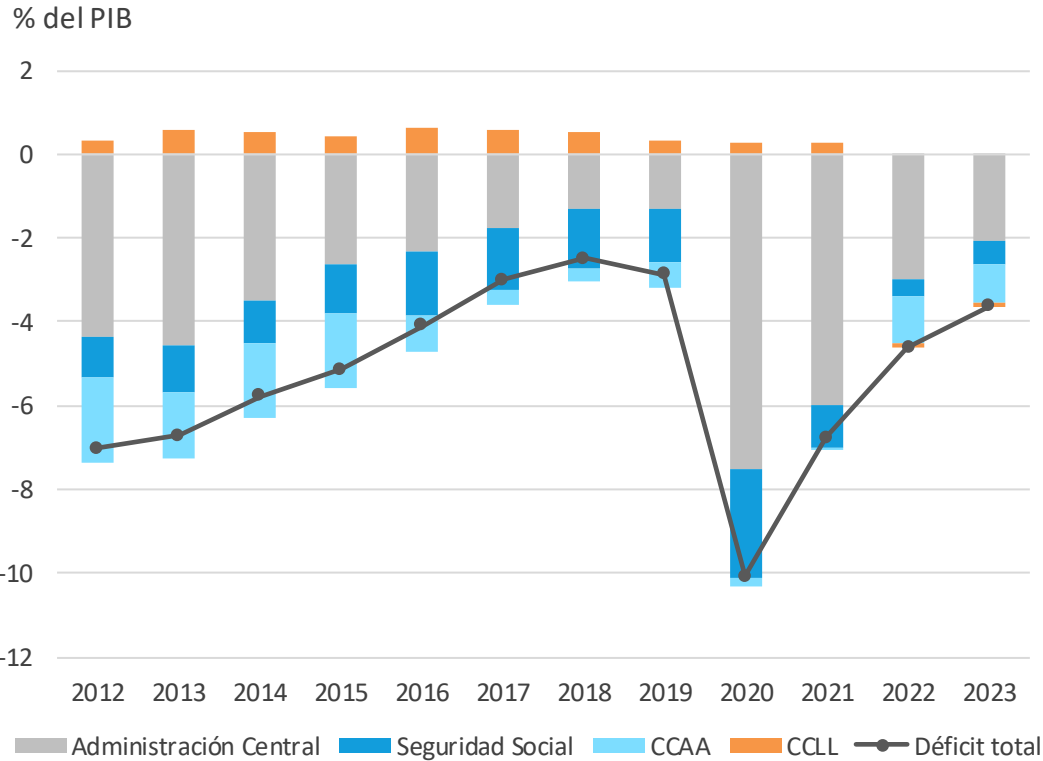


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Colegio de Registradores.

- ▶ La resiliencia de los precios viene a mostrar que, pese a la moderación de la demanda, ésta sigue siendo elevada frente a una oferta que se ha visto limitada por el bajo nivel de inicio de obra nueva.
- ▶ La creación de nuevos hogares (+287.000 en 2023) es muy superior a los visados de nuevas viviendas (+108.000).
- ▶ La demanda de extranjeros, si bien resulta algo inferior a la del año pasado, se mantiene en niveles muy elevados, y suponen el 15% de las compraventas (12,5% en 2019).

# El déficit público cierra 2023 en el 3,6% del PIB, por debajo de lo esperado

## Saldo público: distribución entre AA. PP.



**Nota:** Excluyendo Sareb y ayudas financieras.

## Cuentas públicas

	M€		Cambio (%)	en % del PIB		Cambio p. p.
	2022	2023	2023-2022	2022	2023	2023-2022
<b>Ingresos</b>	<b>574.095</b>	<b>625.661</b>	<b>9,0</b>	<b>42,6</b>	<b>42,8</b>	<b>0,2</b>
Impuestos	331.047	354.254	7,0	24,6	24,3	-0,3
Cotizaciones sociales	180.222	196.931	9,3	13,4	13,5	0,1
Otros ingresos*	62.826	74.476	18,5	4,7	5,1	0,4
<b>Gastos</b>	<b>637.831</b>	<b>678.820</b>	<b>6,4</b>	<b>47,4</b>	<b>46,4</b>	<b>-1,0</b>
Remuneración empleados públicos	154.894	163.376	5,5	11,5	11,2	-0,3
Prestaciones sociales (incluye pensiones)	229.155	252.278	10,1	17,0	17,3	0,3
Subvenciones	26.965	21.507	-20,2	2,0	1,5	-0,5
Formación Bruta de Capital	37.271	43.386	16,4	2,8	3,0	0,2
Intereses	31.809	35.967	13,1	2,4	2,5	0,1
Otros gastos**	157.737	162.306	2,9	11,7	11,1	-0,6
<b>Saldo público</b>	<b>-63.736</b>	<b>-53.159</b>	<b>-16,6</b>	<b>-4,7</b>	<b>-3,6</b>	<b>-1,1</b>

**Notas:** \* Rentas propiedad, transferencias UE, tasas... \*\* Consumos intermedios, prestaciones sociales en especie, transferencias capital...

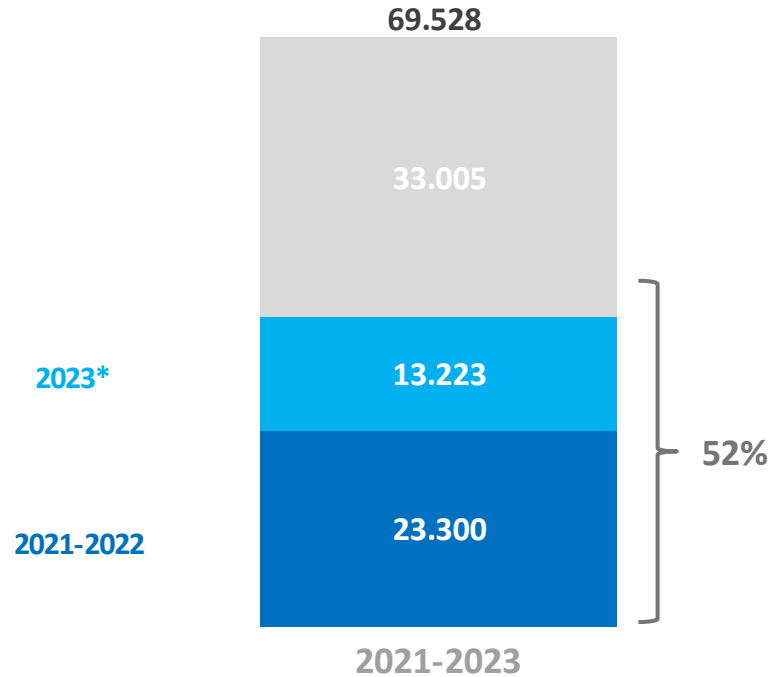
- ▶ Descenso del déficit en 2023 hasta el 3,64% del PIB (4,7% en 2022) gracias al tirón de los ingresos (+9,0%), frente a un avance de los gastos del 6,4%. Menor que nuestras previsiones (4,1%) y las del Gobierno (3,9%) por una recaudación más dinámica de lo esperado.
- ▶ 2024: Preveemos que los ingresos públicos aumenten a una tasa ligeramente superior al crecimiento del PIB nominal (por encima del 5%). Los gastos deberían crecer menos que los ingresos por menor inflación, la contención del gasto por la prórroga de los PGE23 y la retirada gradual del paquete de medidas anti-inflación. Esperamos que el déficit público se sitúe en torno al 3,0% del PIB, en línea con el objetivo del Gobierno.



# NGEU: la ejecución va despegando

## Grado de ejecución de recursos del PRTR

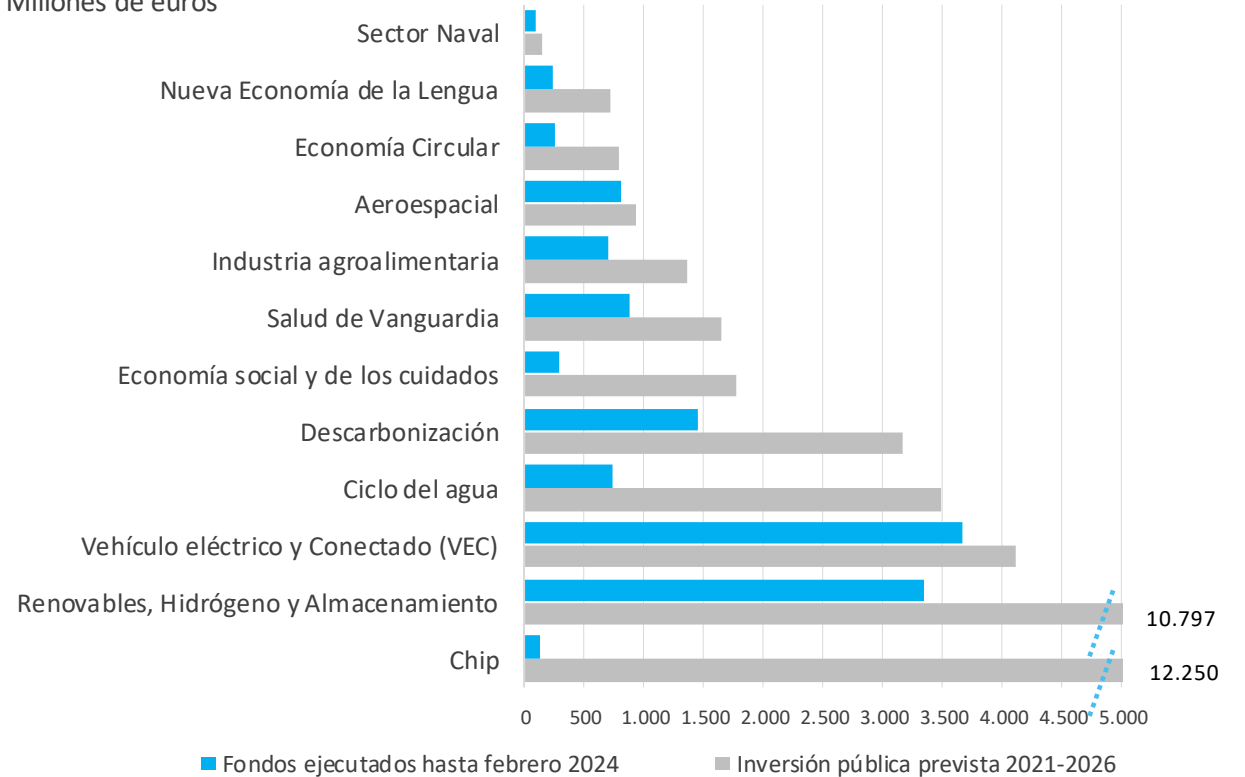
Fase 1 (Millones de euros)



**Notas:** Se entiende por ejecución, la adjudicación de licitaciones y la concesión de subvenciones. \* Datos hasta 31 diciembre de 2023 en el ámbito de las licitaciones, y 31 de marzo de 2024, en el ámbito de las subvenciones.

## PERTEs

Millones de euros



Fuente: Comité de Seguimiento Afi para CaixaBank.

➤ Actualmente, se han adjudicado licitaciones y concedido subvenciones por un montante total de 36.523 millones de euros, lo cual equivale al **52%** de la primera fase del Plan original. Considerando los incrementos de la Adenda, esta cifra correspondería con el 45%.

➤ El Gobierno solicitó en enero el **cuarto desembolso** (10.000M€) pero la Comisión ha concedido una extensión de 2 meses hasta el 20 de mayo para evaluarlo. Temas pendientes: aprobación de la reforma del subsidio de desempleo y ajustes técnicos inversiones. Puede suponer que el desembolso sea parcial aunque luego habría margen para recibir el resto si se aprueba.

➤ Como parte de la **Adenda**, se contemplan líneas **ICO** por importe de 40.000 M€, entre ellas ICO-Verde (22.000) e ICO-Empresas (8.150).

➤ LOS PGE prorrogados incluirán 29.000 millones de fondos NGEU para proyectos de inversión todavía no asignados.

| ¡Muchas gracias!



[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)



[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)



[@CABK\\_Research](https://twitter.com/CABK_Research)



Newsletter