

# IM05

INFORME MENSUAL  
NÚMERO 489 | MAYO 2024



## ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

---

MERCADOS FINANCIEROS  
*Cambios de fase en la política monetaria*

ECONOMÍA INTERNACIONAL  
*Quien tiene una casa tiene un tesoro*  
*Distribución de la riqueza en las grandes economías europeas*

## ECONOMÍA ESPAÑOLA

---

*Las claves del aumento del ahorro de los hogares españoles en 2023*

*Las empresas españolas mantienen una posición financiera sólida*

*Informe sobre Envejecimiento 2024 y reforma de pensiones: todo lo que necesitas saber (y un poquito más)*

## INFORME MENSUAL

Mayo 2024

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

### CaixaBank Research

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

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

[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](mailto:deef@bancobpi.pt)

#### Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

6 de mayo de 2024

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 LAS CLAVES DEL MES

### 4 PREVISIONES

### 7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Cambios de fase en la política monetaria*

### 12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *Quien tiene una casa tiene un tesoro*

Rita Sánchez Soliva

16 *Distribución de la riqueza en las grandes economías europeas*

Rita Sánchez Soliva

### 20 ECONOMÍA ESPAÑOLA

22 *Las claves del aumento del ahorro de los hogares españoles*

*en 2023*

Javier García-Arenas

25 *Las empresas españolas mantienen una posición financiera sólida*

Sergio Díaz Valverde

27 *Informe sobre Envejecimiento 2024 y reforma de pensiones:*

*todo lo que necesitas saber (y un poquito más)*

Javier García-Arenas

### 30 ECONOMÍA PORTUGUESA

## Luces y sombras de la economía mundial entre el corto y el medio plazo

En el primer tercio del año, las piezas del puzzle del aterrizaje suave de la economía internacional han ido encajando, a pesar del aumento de la inestabilidad geopolítica y de las sorpresas al alza en los datos de crecimiento e inflación que, en todo caso, disminuyen la probabilidad de los escenarios recesivos. Esta mayor solidez en los datos de actividad y los resultados empresariales a estas alturas de la primavera supone una buena base para el crecimiento en el resto del año y ha venido de la mano de una recuperación de la confianza de los agentes económicos, pese a los elevados niveles de ruido geopolítico. La única nota discordante, aunque no inesperada, está siendo cierta resistencia de la inflación en el camino hacia los objetivos, una vez que hemos entrado en la última milla. Aunque lo más novedoso a la hora de perfilar el proceso de normalización monetaria son las divergencias que se empiezan a registrar en las trayectorias de los precios hacia el 2%, reflejando los desiguales ritmos de recuperación en los últimos trimestres, así como los heterogéneos patrones sectoriales. Lo que debería abocar a una menor coordinación a la hora de bajar los tipos de interés con respecto al movimiento restrictivo de los dos últimos años, en ausencia de sobreacciones en los tipos de cambio.

Todo lo anterior denota, en palabras del FMI, un comportamiento del ciclo económico «resiliente en la divergencia», gracias al soporte que han proporcionado a la demanda tanto la solidez del mercado laboral como el gasto público o el ahorro acumulado durante la pandemia. Aunque quizás lo más novedoso es que las dinámicas positivas presentes en el lado de la oferta se han reforzado, cuando a la normalización de las cadenas de suministro y al desvanecimiento del *shock* energético se les ha unido el crecimiento de la fuerza laboral (ya nadie se acuerda de la Gran Dimisión). Por tanto, el reequilibrio alcanzado en el último semestre entre oferta y demanda mundial deja el horizonte bastante despejado en el camino de vuelta a los ritmos de crecimiento potenciales, si no hay sorpresas negativas en el escenario geopolítico que supongan una subida disruptiva en el precio del barril de petróleo con respecto a los niveles actuales. De momento, en unas semanas con una demanda mundial ganando dinamismo, perturbaciones en el transporte marítimo y elevada inestabilidad política, los precios han mostrado una elevada contención, reflejando la flexibilidad de la oferta para mantener la cotización en torno a 85 dólares.

El problema es que la mejora en el escenario económico no evitará que los ritmos de crecimiento a corto plazo sigan siendo bastante mediocres, especialmente en Europa, debido a: unos tipos de interés todavía elevados, la retirada paulatina del apoyo fiscal, las consecuencias retardadas de los *shocks* de los últimos años o la precaución que siguen mostrando los agentes económicos a la hora de tomar decisiones de inversión o consumo en un contexto inestable. El fortalecimiento de los balances de empresas y familias permite compensar la elevada necesidad de financiación del sector público, aunque puede suponer un lastre para la actividad cuando el estímulo fiscal vaya desapareciendo. Sobre todo, en un mundo en el que la vía de la demanda externa puede estar limitada por la fragmentación provocada por políticas proteccionistas bajo el paraguas de la autonomía estratégica, el *friendshoring* o conceptos parecidos. Esto aumenta la importancia de la inversión privada como variable clave para la recuperación del crecimiento potencial en las economías desarrolladas, condición necesaria para alcanzar objetivos de política económica como los ligados a la transición energética, pues confiar en una inminente recuperación de la productividad no deja de ser un brindis al sol. Como ha puesto de manifiesto el *Informe Letta*, Europa cuenta con el problema adicional de la desventaja competitiva que supone la ausencia de canales adecuados para canalizar el ahorro interno hacia los grandes proyectos de inversión en ausencia de una Unión (completa) de los Mercados de Capitales. El informe aboga por la creación de una Unión del Ahorro e Inversión que reduzca las elevadas salidas de flujos de ahorros al exterior (alrededor de 250.000 millones de euros anuales) y facilite la financiación de la transición ecológica y digital y del gasto en defensa que conlleva afrontar los problemas de seguridad actuales, además de acometer los retos a los que se enfrentan los sistemas de pensiones. Por tanto, la mejora de la visibilidad del comportamiento de la economía a corto plazo sigue acompañada de grandes desafíos a medio plazo, en un entorno en el que asistiremos a importantes transformaciones en los próximos años.

José Ramón Díez  
Mayo de 2024

## Cronología

### ABRIL 2024

- 9 El programa Copernicus de la UE informa que marzo de 2024 es el décimo mes consecutivo que marca récord de temperatura en el mes desde que hay datos históricos (año 1850).

### 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.

### 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 2024

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

### NOVIEMBRE 2023

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

## Agenda

### 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).

### JUNIO 2024

- 4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 11 Portugal: cifra de negocios en la industria (abril).
- 11-12 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 17 España: encuesta trimestral de coste laboral (1T).
- 18 Portugal: población residente (2023).
- 21 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril). España: balanza de pagos y PIIN (1T). Portugal: precios de la vivienda (1T).
- 24 Portugal: desglose del PIB (1T).
- 25 España: contabilidad nacional trimestral (1T).
- 27 Eurozona: índice de sentimiento económico (junio). Portugal: ratio NPL (1T).
- 27-28 Consejo Europeo.
- 28 España: avance del IPC (junio). España: tasa de ahorro de los hogares (1T). Portugal: avance del IPC (junio).



## La economía española sorprende a los más optimistas

Todo apuntaba a que el ritmo de crecimiento de la economía española seguía siendo vigoroso, y así lo hemos ido señalando en las páginas del *Informe Mensual* de CaixaBank Research los últimos meses. La generación de empleo no presenta síntomas de agotamiento y, de hecho, se aceleró en el 1T del año. Los indicadores de actividad empresarial han repuntado, tanto los del sector servicios como los de la industria. La producción industrial también repuntó y el consumo de los hogares aguanta el tono. Aun así, el dato del PIB publicado por el INE ha superado las expectativas más optimistas. En el 1T 2024, el ritmo de crecimiento intertrimestral de la economía española alcanzó el 0,7%.

La cifra muestra una economía dinámica, especialmente si tenemos en cuenta el contexto en el que se produce. Con la incertidumbre que generan las tensiones geopolíticas, un ciclo inflacionista que va a menos, pero que todavía no ha terminado, y unos tipos de interés en máximos de hace más de 10 años. Las principales economías europeas, aunque han acelerado el paso en el 1T, mantienen un ritmo de avance netamente inferior al de la economía española, y ello lo hace todavía más destacable.

Cuando analizamos con algo más de detalle los pilares sobre los que se sustenta el crecimiento, emergen matices importantes. En gran medida, este se apoya en el sector exterior y, más concretamente, en el fuerte tirón de las exportaciones de servicios, que crecieron un 11,1% y ya se encuentran un 37,0% por encima de los niveles previos a la pandemia. Dado que el avance de las importaciones fue más tímido, la contribución del sector exterior al crecimiento de la economía fue de 0,5 p. p.

La demanda interna también jugó un papel importante. En el 1T 2024, destaca el paso adelante de la inversión, tanto en construcción como en bienes de equipo, con crecimientos del 3,0% y del 3,7%, respectivamente. Aunque en ambos casos aún se mantienen lejos de los niveles previos a la pandemia, y el año pasado mantuvieron un perfil muy débil, el reciente cambio de tendencia es destacable. El consumo de los hogares no sorprendió y mantuvo un ritmo de avance modesto, con un crecimiento del 0,3%, en línea con lo que anticipaba el [monitor de consumo en tiempo real de CaixaBank Research](#). De todas formas, dada la situación financiera de los hogares, que presentan una tasa de ahorro superior a la habitual, el margen para que el consumo aumente el ritmo de crecimiento en los próximos trimestres es amplio. Ello podría suceder cuando el BCE baje los tipos de interés y los hogares perciban que el ciclo inflacionista efectivamente ha llegado a su fin.

La evolución de los distintos sectores económicos ha sido muy distinta los últimos años. La pandemia primero, y la crisis energética e inflacionista después, afectaron de manera muy distinta a unos y otros. Los últimos datos disponibles muestran que los sectores que mejor se han comportado los últimos años siguen creciendo de manera dinámica. Por ejemplo, la industria manufacturera avanzó un 3,3% interanual y ya se encuentra un 7,0% por encima de los niveles previos a la pandemia. Pero, sobre todo, sobresale el dinamismo de los servicios y, especialmente, información y comunicaciones, y actividades profesionales, científicas y técnicas, que crecieron un 5,3% y un 2,3%, respectivamente, y ya se sitúan un 19,6% y un 10,1% por encima de los registros previos a la pandemia.

El dinamismo de estos tres sectores es especialmente relevante, pues son los que habitualmente presentan un crecimiento de la productividad más elevada. Así, mientras el crecimiento del PIB por hora trabajada de la economía española desde 2014 se sitúa alrededor del 0,5% en promedio, estos sectores presentan un ritmo de crecimiento de la productividad superior al 1% durante este periodo.

El mejor comportamiento de la economía en el arranque del año, junto con los distintos factores que lo están impulsando, nos obligará a mejorar el escenario de previsiones de CaixaBank Research próximamente. Actualmente prevé un crecimiento del 1,9%. Pero tras la publicación de estos datos, y si no hay nuevos giros de guion en el escenario internacional, este año el crecimiento de la economía española podría acercarse al 2,5% y mantener así un ritmo de avance muy similar al del año pasado.

**Oriol Aspachs**

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

### Mercados financieros

|                             | Promedio<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2020 | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>TIPOS DE INTERÉS</b>     |                       |                       |        |        |        |        |        |
| <b>Dólar</b>                |                       |                       |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>Euro</b>                 |                       |                       |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>Alemania</b>             |                       |                       |        |        |        |        |        |
| 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   |
| <b>España</b>               |                       |                       |        |        |        |        |        |
| 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     |
| <b>Portugal</b>             |                       |                       |        |        |        |        |        |
| 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     |
| <b>TIPO DE CAMBIO</b>       |                       |                       |        |        |        |        |        |
| 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   | 0,84   | 0,86   |
| EUR/JPY (yenes por euro)    | 129,56                | 126,06                | 128,82 | 142,85 | 156,99 | 160,00 | 156,00 |
| <b>PETRÓLEO</b>             |                       |                       |        |        |        |        |        |
| 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<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-----------------------|-----------------------|------|------|------|------|------|
| <b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>               |                       |                       |      |      |      |      |      |
| <b>Mundial</b>                           | 4,5                   | 2,9                   | 6,3  | 3,5  | 3,0  | 3,0  | 3,2  |
| <b>Países desarrollados</b>              | 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  |
| <b>Países emergentes y en desarrollo</b> | 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  |
| <b>INFLACIÓN</b>                         |                       |                       |      |      |      |      |      |
| <b>Mundial</b>                           | 4,2                   | 3,7                   | 4,7  | 8,7  | 6,9  | 5,2  | 4,0  |
| <b>Países desarrollados</b>              | 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  |
| <b>Países emergentes y en desarrollo</b> | 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<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2020 | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       | 2025       |
|---|-----------------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Agregados macroeconómicos</b>        |                       |                       |            |            |            |            |            |
| 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        |
| <b>Producto interior bruto</b>          | <b>3,7</b>            | <b>-0,3</b>           | <b>6,4</b> | <b>5,8</b> | <b>2,5</b> | <b>1,9</b> | <b>2,2</b> |
| <b>Otras variables</b>                  |                       |                       |            |            |            |            |            |
| 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        | 2,4        | 2,6        |
| Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB) | -5,8                  | 0,2                   | 1,6        | 1,4        | 3,6        | 3,6        | 3,7        |
| Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>      | 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<br>2000-2007 | Promedio<br>2008-2020 | 2021       | 2022       | 2023       | 2024       | 2025       |
|---|-----------------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Agregados macroeconómicos</b>        |                       |                       |            |            |            |            |            |
| Consumo de los hogares                  | 1,7                   | -0,1                  | 4,7        | 5,6        | 1,7        | 1,0        | 1,7        |
| Consumo de las AA. PP.                  | 2,3                   | -0,2                  | 4,5        | 1,4        | 1,0        | 1,9        | 1,1        |
| Formación bruta de capital fijo         | -0,4                  | -0,8                  | 8,1        | 3,0        | 2,6        | 3,3        | 5,1        |
| Bienes de equipo                        | 3,2                   | 2,0                   | 15,3       | 5,5        | 4,3        | -          | -          |
| 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        | 1,8        | 2,2        |
| Exportación de bienes y servicios       | 5,3                   | 2,2                   | 12,3       | 17,4       | 4,1        | 2,6        | 5,2        |
| Importación de bienes y servicios       | 3,6                   | 1,5                   | 12,3       | 11,1       | 2,2        | 2,9        | 5,1        |
| <b>Producto interior bruto</b>          | <b>1,5</b>            | <b>-0,2</b>           | <b>5,7</b> | <b>6,8</b> | <b>2,3</b> | <b>1,6</b> | <b>2,3</b> |
| <b>Otras variables</b>                  |                       |                       |            |            |            |            |            |
| 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        | -0,5       | 2,7        | 2,5        | 2,7        |
| Saldo público (% PIB)                   | -4,6                  | -5,1                  | -2,9       | -0,3       | 1,2        | 0,4        | 0,6        |

■ Previsiones



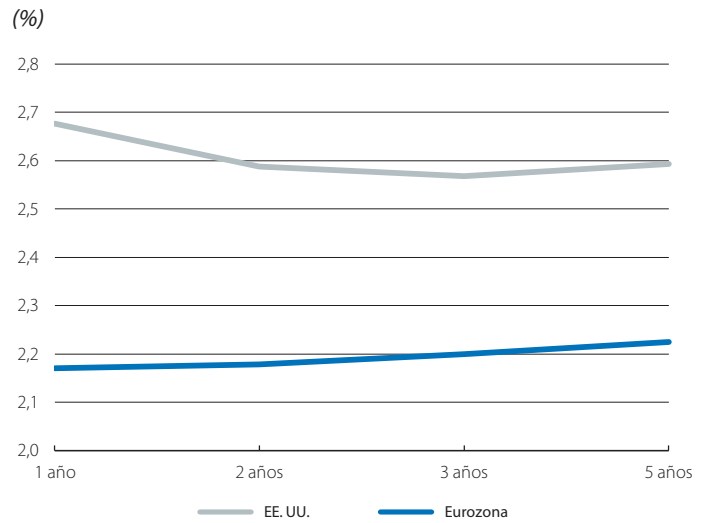
## Los mercados asumen los tipos altos por más tiempo

**La volatilidad gana protagonismo.** Durante gran parte del mes de abril, el ritmo de los mercados financieros estuvo marcado por los riesgos geopolíticos y las quinielas de los inversores sobre el futuro más cercano de la política monetaria en las principales economías desarrolladas. El aumento de las hostilidades en Oriente Medio y en la guerra entre Rusia y Ucrania, junto con las renovadas tensiones comerciales entre EE. UU. y China a cuenta de los aranceles sobre varios metales, propiciaron el auge de la incertidumbre entre los inversores. Además, señales de resistencia a la baja por parte de la inflación estadounidense, en un escenario de fortaleza de la economía, llevaron a los inversores a retrasar sus expectativas sobre las bajadas de tipos de la Fed, con repercusiones sobre buena parte del universo de tipos de interés, los diferenciales de rentabilidad entre regiones y movimientos en los tipos de cambio.

**La Fed desconfió de la vuelta al 2%.** Tal y como habían anticipado los inversores, en abril la Fed mantuvo los tipos de interés en el intervalo del 5,25%- 5,50% y, respondiendo a las dudas de los inversores, señaló que los últimos datos no han ayudado a ganar la confianza necesaria para preparar un primer recorte de tipos. Sin embargo, el presidente Jerome Powell temperó esta señal *hawkish* con algunos mensajes *dovish*, como el rechazo a la posibilidad de una subida de tipos de interés. En concreto, la Fed quiso trasladar una visión más ponderada, centrando el debate en cuánto tiempo se deben mantener elevados los tipos de interés y cuánto deben esperar antes de un primer recorte. Así, la Fed rechazó abrir la puerta a una posible subida de tipos, señalando que el entorno restrictivo actual debería ser suficiente para acabar de llevar la inflación al 2%, aunque se tardará más de lo esperado. Por otro lado, en la reunión de abril la Fed también anunció que desacelerará la reducción de su balance (*quantitative tightening*) a partir de junio. En concreto, se dejarán vencer los *treasuries* a razón de 25.000 millones de dólares al mes (60.000 anteriormente) y los MBS se seguirán dejando vencer a razón de 35.000 millones de dólares al mes. Con todo ello, los mercados terminaron el mes apostando por un primer recorte de tipos de la Fed en noviembre y dando una probabilidad de casi el 50% a una segunda bajada al cierre de 2024.

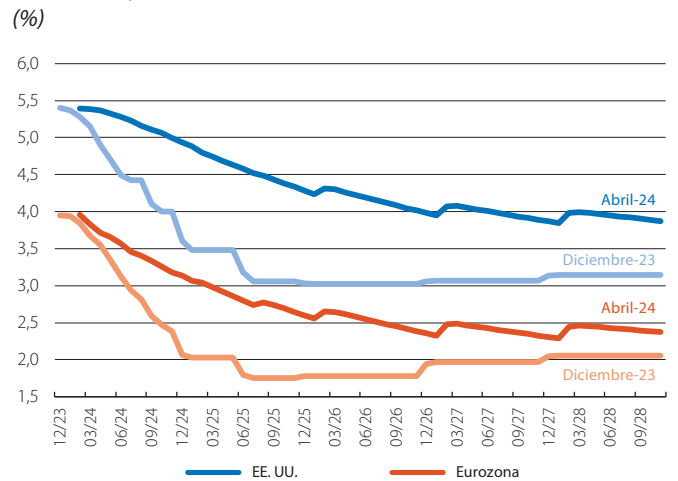
**El BCE señala una bajada de tipos en junio.** En la eurozona, el banco central también mantuvo sin cambios su política monetaria en abril (el *depo* en el 4,00% y el *refi* en el 4,50%), pero sí que reforzó la expectativa de que en junio realizará un primer recorte en sus tipos de referencia. Esta señal del BCE se apoyó, de una parte, en la desaceleración sostenida que se observa en la mayoría de los indicadores de los precios, a pesar de que algunas partidas exhiben algo más de inercia (como los servicios). De otra parte, la intención de recortar tipos también se sustentó en una actividad de la eurozona que sigue mostrando debilidad, a pesar de algunos indicios de mejora en los últimos indicadores. Sin embargo, Christine Lagarde puntualizó que no hay que anticipar una senda de bajadas sostenidas en los tipos de interés más allá de junio, sino que las decisiones se irán tomando «reunión a reunión» y en función de los datos. Final-

### Swaps de inflación a distintos vencimientos



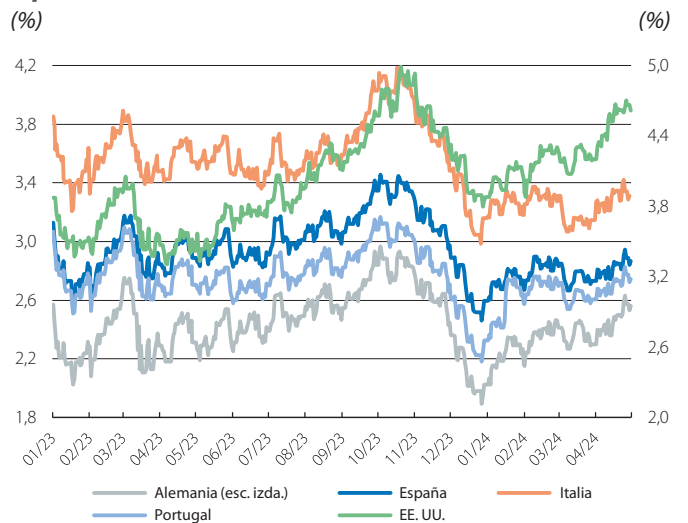
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

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



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

### Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



Nota: EE. UU., España, Italia y Portugal, esc. dcha. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

mente, y ante la mayor cautela que muestra la Fed antes de recortar tipos, Lagarde quiso marcar distancias y reiteró que el BCE se rige por las necesidades del escenario económico de la eurozona, recordando que es significativamente diferente del de EE. UU., y quitó hierro a las consecuencias de una divergencia monetaria entre Fed y BCE. Con todo ello, los mercados cerraron el mes de abril asignando una probabilidad del 90% a un recorte de 25 p. b. en los tipos del BCE en junio, y apostando por un total de 75 p. b. de bajadas en el conjunto de 2024 (con las que el tipo *depo* terminaría el año en el 3,25%).

**Los tipos de interés soberanos, en máximos de cinco meses.**

En abril, los mercados de renta fija se vieron dominados por la combinación del riesgo geopolítico y los ajustes de expectativas sobre la política monetaria, y en el conjunto del mes se vivió un aumento generalizado de los tipos de interés de la deuda soberana de EE. UU. y de la eurozona. En el caso de los *treasuries*, se produjo un desplazamiento al alza de toda la curva, con la *yield* del bono a 2 años alcanzando por primera vez la barrera del 5% desde noviembre, mientras que la rentabilidad de 10 años repuntó casi 50 p. b. Por su parte, las curvas soberanas de la eurozona se movieron en el mismo sentido, aunque en magnitudes más contenidas, respondiendo a la divergencia monetaria entre la Fed y el BCE y la perspectiva de que la política monetaria se relaje antes en la eurozona que en EE. UU. Esta diferencia entre el aumento de las rentabilidades a ambos lados del Atlántico unida al papel de activo refugio de la divisa de EE. UU. favorecieron la apreciación del dólar estadounidense frente al euro hasta los 1,067 dólares, en un movimiento de fortaleza generalizado del dólar frente a las principales divisas de economías avanzadas y emergentes (por ejemplo, el dólar se fortaleció hasta alcanzar un máximo de tres décadas en su cruce frente al yen).

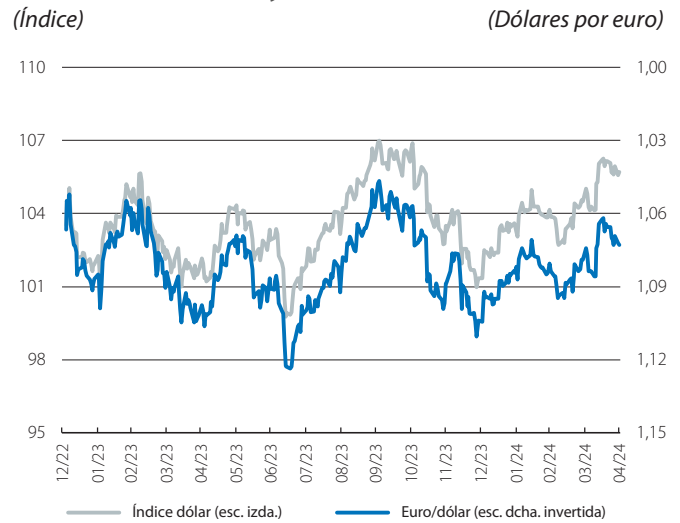
**Las materias primas repuntan con el aumento de las hostilidades en Oriente Medio y la actividad mundial.**

La conjunción entre los ataques entre Irán e Israel, con sus potenciales repercusiones sobre la oferta de petróleo (Irán es el tercer país productor de la OPEP), y la extensión de los recortes de producción de la OPEP y sus aliados hicieron que el precio del barril de Brent se negociase durante gran parte del mes de abril alrededor de los 90 dólares. Asimismo, los precios de los metales industriales subieron, con el cobre a la cabeza, ante la mejora de las expectativas de crecimiento de la actividad mundial, y en especial en China.

**Las bolsas retroceden.**

En este escenario, y ante el temor de que las condiciones monetarias restrictivas sigan tensionando los márgenes empresariales, los principales índices bursátiles sufrieron pérdidas generalizadas en abril. Los índices estadounidenses acumularon los mayores descensos (S&P 500 -4,2%, Nasdaq -4,5%), lastrados por el fuerte aumento de la rentabilidad del *treasury* y ante un inicio de la campaña de resultados empresariales del 1T con beneficios menos abultados de lo previsto en algunas de las principales compañías financieras y tecnológicas. En la eurozona (EuroStoxx 50 -3,2%), los descensos fueron más moderados gracias al próximo recorte de los tipos por parte del BCE, y con un comportamiento algo diferencial entre las bolsas del núcleo (DAX -3,0%, CAC 40 -2,7%) y la periferia (IBEX 35 -2,0%, PSI-20 +5,3%).

**Divisas: índice dólar y euro**



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

**Materias primas: precios**

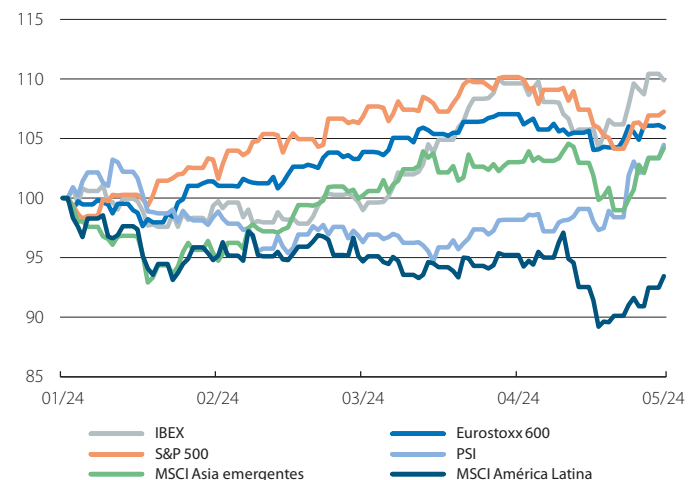
|                             | Medida    | Precio   | Variación (%) |           |       |       |
|-----------------------------|-----------|----------|---------------|-----------|-------|-------|
|                             |           |          | Último mes    | En el año | 2022  | 2023  |
| <b>Commodities</b>          | Índice    | 101,7    | 2,2           | 3,1       | 13,8  | -12,6 |
| <b>Energía</b>              | Índice    | 31,6     | -0,4          | 3,0       | 33,5  | -25,6 |
| Brent                       | \$/barril | 87,9     | 0,4           | 14,0      | 10,5  | -10,3 |
| Gas natural (Europa)        | €/MWh     | 29,2     | 6,8           | -9,7      | 8,5   | -57,6 |
| <b>Metales preciosos</b>    | Índice    | 244,5    | 3,9           | 9,3       | -1,9  | 4,1   |
| Oro                         | \$/onza   | 2.286,3  | 2,5           | 10,8      | -0,3  | 13,1  |
| <b>Metales industriales</b> | Índice    | 157,4    | 12,6          | 10,3      | -4,4  | -13,7 |
| Aluminio                    | \$/Tm     | 2.590,0  | 10,8          | 8,6       | -15,3 | 0,3   |
| Cobre                       | \$/Tm     | 10.135,5 | 14,3          | 18,4      | -13,9 | 2,2   |
| <b>Agrícola</b>             | Índice    | 59,3     | -0,9          | -5,1      | 13,2  | -9,3  |
| Trigo                       | \$/bushel | 581,3    | 3,7           | -7,4      | 2,8   | -20,7 |

Nota: Datos a 30 de abril de 2024.

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

**Bolsas internacionales**

Índice (100 = enero 2024)



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

## Cambios de fase en la política monetaria

La política monetaria está en un punto inusualmente restrictivo, resultado de unas secuelas inflacionarias de la COVID-19 y la guerra en Ucrania que han elevado nuestras estimaciones para los tipos de interés a nivel mundial por encima del pico alcanzado en 2007. Con todo, la evolución de la economía apunta a un cambio de fase: el inicio de una distensión de la política monetaria a nivel mundial.

Este cambio es bien visible en el primer gráfico y en los primeros recortes de tipos que entre finales de 2023 y principios de 2024 se han realizado en Suiza, Hungría, República Checa, México, Brasil, Colombia, Perú y Chile (la mayoría de los cuales también lideraron el ciclo de subidas en 2021). Un factor común detrás de estas primeras bajadas es el descenso global de la inflación, significativo desde los picos alcanzados en 2022 aunque todavía no definitivo.

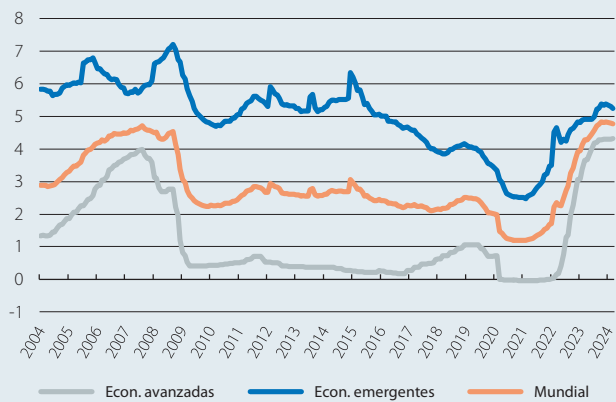
### Idiosincrasias y divergencias

Con todo, la desinflación mundial y el cambio de fase monetaria esconden disparidades entre países. Por ejemplo, la dinámica del conjunto de emergentes se ve afectada por la aceleración de la inflación en Turquía (hasta cerca del 70% en el inicio de 2024, frente a unas tasas alrededor del 40% a mitad de 2023) y, en menor medida, Rusia (casi un 8% en los últimos meses),<sup>1</sup> mientras que en el otro extremo China registra inflaciones cercanas al 0% o incluso ligeramente negativas.

Entre las economías avanzadas, Japón es la excepción más notable. La inflación nipona también se desacelera, pero al encadenar ya dos años por encima del 2% ha permitido que el banco central tome un camino diferente y empiece a subir los tipos de interés. Más sutil, pero un tanto más destacada, es la divergencia de EE. UU. y la eurozona. A ambos lados del Atlántico, Fed y BCE han señalado que se acerca la retirada gradual de la política monetaria restrictiva. Y, en ambos casos, esta orientación responde a una bajada remarcable de la inflación. Pero las dinámicas recientes están modificando los tempos con los que la Fed y el BCE prevén ejecutar la distensión de su política monetaria. Como se ve en el tercer gráfico, en la eurozona las presiones de precios subyacentes siguen disminuyendo a buen ritmo, gracias al desvanecimiento de los shocks directos e indirectos de la energía y los alimentos y a la ausencia de efectos significativos de segunda ronda entre precios, salarios y márgenes empresariales. En cambio, en EE. UU. las presiones inflacionistas subyacentes han mostrado más resistencia en los últimos meses, empujadas por los alquileres observados e imputados (una partida que no termina de decantarse hacia la fuerte desaceleración a la que debería inclinarse según la mayoría de los indicadores adelanta-

1. Además de casos extremos como el de Argentina, con inflaciones de tres dígitos.

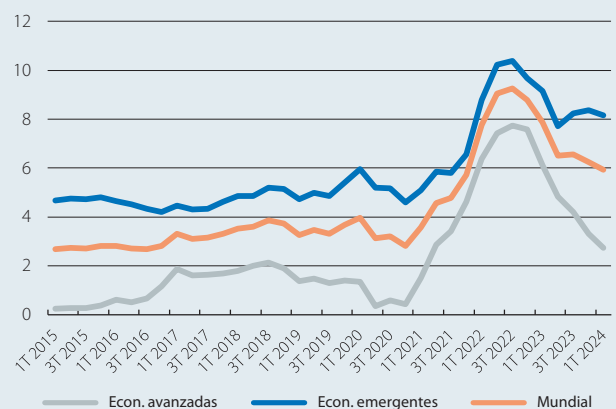
**Mundo: tipo de interés de los bancos centrales (%)**



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

**Mundo: IPC**

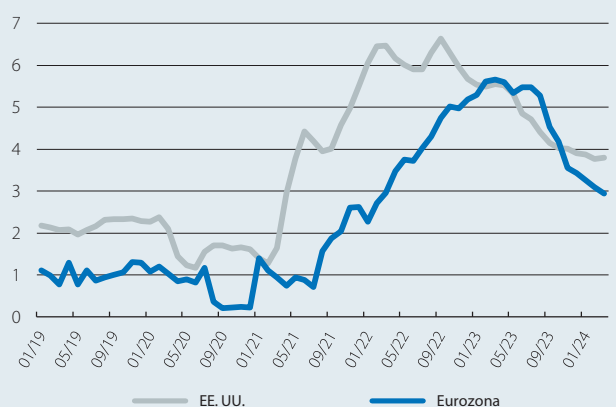
Variación interanual (%)



**Fuente:** CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos del FMI y de agencias estadísticas nacionales.

**Economías avanzadas: IPC núcleo \***

Variación interanual (%)



**Nota:** \* Excluye energía y todos los alimentos.

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

dos) y, más recientemente, cierta aceleración en los precios de otros servicios. La Fed sigue señalando que su próximo paso será un recorte de tipos, pero la incertidumbre sobre si estas tensiones reflejan factores idiosincráticos temporales o si, en un contexto de actividad económica robusta, son señales de una resistencia de fondo en los precios hace que la Fed sea más cauta antes de mover ficha. En cambio, en Europa los datos van dando confianza al BCE y son cada vez más explícitas las comunicaciones que apuntan a un recorte de tipos el próximo 6 de junio.

Así se entiende que en los últimos meses los mercados financieros hayan reajustado sus expectativas. Mientras que, en Europa, asignan una probabilidad del 90% a un primer recorte de tipos en junio y esperan que bajen un total de 75 p. b. en el conjunto de 2024, los inversores no descuentan la primera bajada de la Fed hasta noviembre y dudan sobre si habrá un recorte más al cierre del año. De todos modos, la distinción que hacen los mercados entre las distintas realidades de cada economía no es total. De hecho, el cambio de expectativas de los mercados financieros ha sido bastante generalizado entre las principales economías avanzadas. Y es que a finales de 2023 los inversores esperaban bajadas de tipos generalizadamente agresivas y esta visión se ha corregido en favor de una distensión más gradual.

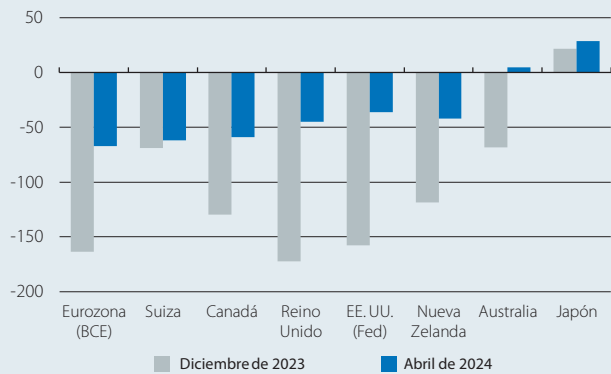
**BCE: ¿dependencia de los datos o de la Fed?**

La sincronización de las expectativas de los inversores tiene varias explicaciones, desde la posibilidad de que la inflación estadounidense y la Fed anticipen las dinámicas del resto de economías a cierta tendencia de los mercados a no discriminar entre los matices de cada región. Sea como fuere, es razonable preguntarse en qué medida una Fed más cauta puede condicionar al resto. Centrándonos en el BCE, hay tres grandes canales de afectación: condiciones financieras, demanda global y tipo de cambio. En primer lugar, unas condiciones restrictivas en EE. UU. tenderán a tensionar las de la eurozona. Si este contagio es indeseado, puede reforzar la determinación del BCE para suavizar su política monetaria y anclar mejor las condiciones financieras europeas. En cambio, los dos otros canales podrían favorecer un BCE más cauto. Por un lado, la robustez de EE. UU. puede fortalecer la demanda global, presionar los precios de las materias primas y apreciar al dólar. Por otro lado, está la amenaza del tipo de cambio sobre la inflación de la eurozona, aunque las estimaciones sugieren un trasvase limitado: una depreciación del 1% en el tipo de cambio nominal efectivo del euro elevaría la inflación en menos de 0,1 p. p.<sup>2</sup> Dado que el euro ha resistido frente a divisas distintas al dólar a pesar de la fortaleza de este último,<sup>3</sup> cabría esperar presiones inflacionistas

2. Ortega, E. y Osbat, C. (2020). «Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries». Banco de España Occasional Paper (2016).  
 3. El dólar pesa un 16% en la cesta del tipo de cambio nominal efectivo del euro frente a las principales 41 divisas.

**Expectativas de los mercados para la política monetaria en 2024**

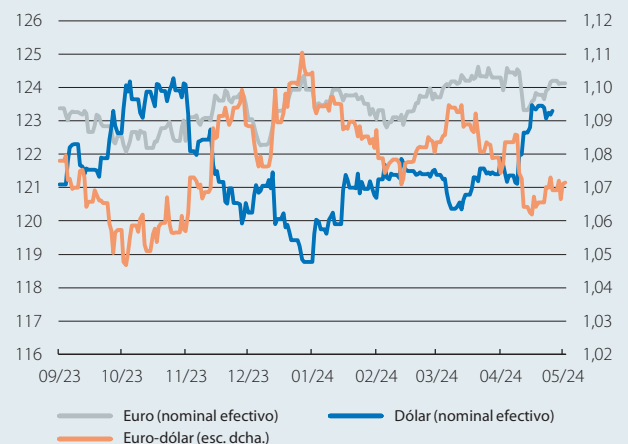
Variación en el tipo oficial de cada banco central (p. b.)



**Notas:** Variación entre diciembre de 2023 y diciembre de 2024, según expectativas inferidas de las cotizaciones de mercado. En Suiza y Japón, la expectativa de abril de 2024 ya incorpora ajustes efectivamente realizados.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Tipos de cambio**

Índice (Dólares por euro)



**Notas:** Los tipos efectivos indican el cambio de la divisa frente a una cesta amplia de monedas (ponderada por la importancia comercial de los distintos países). Una mayor cifra indica una apreciación de la divisa frente a esta cesta.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg, de la Fed y del BCE.

contenidas incluso ante un debilitamiento del tipo de cambio euro-dólar hasta la paridad (y, en cualquier caso, inferiores a la desinflación que todavía queda por llegar por otros canales).

A lo largo del reajuste de expectativas de los mercados, el BCE ha reiterado su independencia de la Fed y ha enfatizado la diferente naturaleza de los escenarios económicos de EE. UU. y la eurozona. A partir de junio, y con el permiso de un mapa de riesgos exigente, el BCE tendrá la primera oportunidad de trasladar estas palabras a bajadas de tipos.

**Tipos de interés (%)**

|                                    | 30-abril | 31-marzo | Variación mensual<br>(p. b.) | Variación acum.<br>en 2024 (p. b.) | Variación interanual<br>(p. b.) |
|------------------------------------|----------|----------|------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| <b>Eurozona</b>                    |          |          |                              |                                    |                                 |
| Refi BCE                           | 4,50     | 4,50     | 0                            | 0,0                                | 100,0                           |
| Euríbor 3 meses                    | 3,83     | 3,89     | -7                           | -8,4                               | 56,0                            |
| Euríbor 12 meses                   | 3,70     | 3,67     | 3                            | 18,3                               | -18,4                           |
| Deuda pública a 1 año (Alemania)   | 3,44     | 3,34     | 10                           | 17,7                               | 34,9                            |
| Deuda pública a 2 años (Alemania)  | 3,03     | 2,85     | 19                           | 63,0                               | 34,3                            |
| Deuda pública a 10 años (Alemania) | 2,58     | 2,30     | 29                           | 56,0                               | 27,1                            |
| Deuda pública a 10 años (España)   | 3,35     | 3,16     | 19                           | 36,1                               | -0,5                            |
| Deuda pública a 10 años (Portugal) | 3,21     | 3,01     | 20                           | 55,2                               | 7,5                             |
| <b>EE. UU.</b>                     |          |          |                              |                                    |                                 |
| Fed funds (límite superior)        | 5,50     | 5,50     | 0                            | 0,0                                | 50,0                            |
| SOFR 3 meses                       | 5,33     | 5,30     | 3                            | -0,3                               | 23,9                            |
| Deuda pública a 1 año              | 5,24     | 5,02     | 21                           | 47,3                               | 38,4                            |
| Deuda pública a 2 años             | 5,04     | 4,62     | 42                           | 78,5                               | 89,4                            |
| Deuda pública a 10 años            | 4,68     | 4,20     | 48                           | 80,1                               | 111,2                           |

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

|                               | 30-abril | 31-marzo | Variación mensual<br>(p. b.) | Variación acum.<br>en 2024 (p. b.) | Variación interanual<br>(p. b.) |
|-------------------------------|----------|----------|------------------------------|------------------------------------|---------------------------------|
| Itraxx Corporativo            | 56       | 54       | 2                            | -2,9                               | -27,4                           |
| Itraxx Financiero Sénior      | 63       | 63       | 0                            | -3,5                               | -34,6                           |
| Itraxx Financiero Subordinado | 116      | 114      | 2                            | -6,6                               | -71,3                           |

**Tipos de cambio**

|                            | 30-abril | 31-marzo | Variación mensual<br>(%) | Variación acum.<br>en 2024 (%) | Variación interanual<br>(%) |
|----------------------------|----------|----------|--------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| EUR/USD (dólares por euro) | 1,067    | 1,079    | -1,1                     | -3,4                           | -2,8                        |
| EUR/JPY (yenes por euro)   | 168,220  | 163,300  | 3,0                      | 8,0                            | 11,4                        |
| EUR/GBP (libras por euro)  | 0,854    | 0,855    | -0,1                     | -1,5                           | -2,8                        |
| USD/JPY (yenes por dólar)  | 157,800  | 151,350  | 4,3                      | 11,9                           | 14,8                        |

**Materias primas**

|                               | 30-abril | 31-marzo | Variación mensual<br>(%) | Variación acum.<br>en 2024 (%) | Variación interanual<br>(%) |
|-------------------------------|----------|----------|--------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| Índice CRB de materias primas | 546,2    | 536,4    | 1,8                      | 7,0                            | 0,2                         |
| Brent (\$/barril)             | 87,9     | 87,5     | 0,4                      | 14,0                           | 10,8                        |
| Oro (\$/onza)                 | 2.286,3  | 2.229,9  | 2,5                      | 10,8                           | 15,3                        |

**Renta variable**

|                         | 30-abril | 31-marzo | Variación mensual<br>(%) | Variación acum.<br>en 2024 (%) | Variación interanual<br>(%) |
|-------------------------|----------|----------|--------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| S&P 500 (EE. UU.)       | 5.035,7  | 5.254,4  | -4,2                     | 5,6                            | 20,8                        |
| Eurostoxx 50 (eurozona) | 4.921,2  | 5.083,4  | -3,2                     | 8,8                            | 12,9                        |
| Ibex 35 (España)        | 10.854,4 | 11.074,6 | -2,0                     | 7,4                            | 17,5                        |
| PSI 20 (Portugal)       | 6.615,6  | 6.280,5  | 5,3                      | 3,4                            | 6,5                         |
| Nikkei 225 (Japón)      | 38.405,7 | 40.369,4 | -4,9                     | 14,8                           | 31,9                        |
| MSCI emergentes         | 1.046,0  | 1.043,2  | 0,3                      | 2,2                            | 7,1                         |



## Fragmentación internacional en las perspectivas económicas

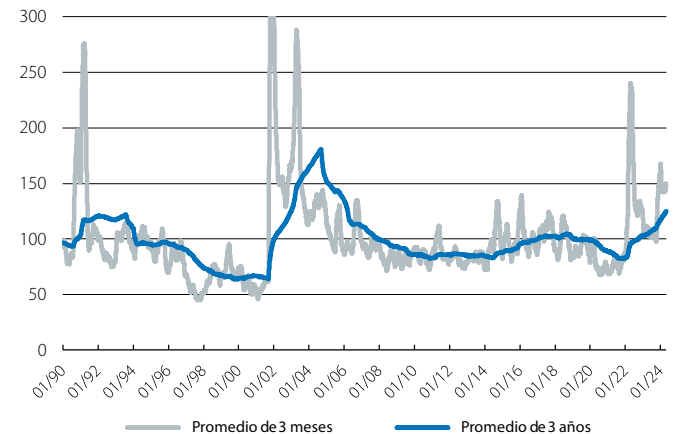
**Aterrizaje suave, con áreas de elevada turbulencia.** Mientras el aterrizaje de la economía global sigue un rumbo más suave de lo que se esperaba hace algunos meses, las últimas semanas nos recordaron que el entorno continúa marcado por un elevado grado de incertidumbre. Los ataques directos entre Israel e Irán llevaron a un punto de máxima tensión en el conflicto. Asimismo, si bien los ataques no fueron a más y el escenario de un estallido de un conflicto regional parece haberse evitado de momento, no se puede descartar una nueva escalada que lleve a nuevas tensiones en la economía internacional, en particular en los mercados de materias primas. El escenario macroeconómico seguirá así sujeto a los riesgos geopolíticos, en distintos frentes. El índice de riesgo geopolítico GPR se ha situado en torno a los 150 puntos en los últimos 6 meses (un 50% por encima de su promedio histórico, de 100 puntos) y su promedio a 3 años superó los 125 puntos por primera vez desde 2006, cuando se vivía una «desescalada» desde los picos históricos del inicio del siglo XXI.

**«Torre de control: OK», buena evolución de los PIB en el 1T en las economías avanzadas.** En EE. UU., el PIB creció un 0,4% intertrimestral en el 1T 2024. Un dato que, aunque por debajo de lo esperado, recoge la buena dinámica de la economía estadounidense. La lectura por componentes muestra que el consumo privado creció un notable 0,6% intertrimestral (vs. 0,8% en el trimestre anterior) y la inversión en capital fijo aceleró (+1,3% en el 1T vs. 0,9% anterior). Los datos dibujan así una demanda interna robusta, en un contexto en el que la demanda externa se está enfriando. En la eurozona, el PIB creció un 0,3% intertrimestral, superando expectativas, tras haber caído en los dos trimestres anteriores, lo que sitúa su avance interanual en el 0,4%. Las grandes economías aceleraron con respecto al trimestre anterior. Alemania logró crecer un 0,2% intertrimestral (vs. -0,5% del 4T 2023, revisado a la baja), Francia creció un 0,2% (vs. 0,1% anterior), sobre todo por una buena aceleración de la inversión en capital fijo, mientras que Italia avanzó un 0,3% (vs. 0,2% anterior). Destacó positivamente España, creciendo un notable 0,7% en el inicio de este año (véase la [coyuntura de Economía española](#)). Estas cifras ayudaron a mitigar la divergencia entre las economías estadounidenses y europea, mientras persiste el diferencial de crecimiento entre economías centrales y periféricas de la eurozona. Con todo, en un contexto de perseverante debilidad de la industria europea, reflejada también en las principales encuestas de opinión y de clima empresarial, las expectativas de crecimiento permanecen bastante modestas. De hecho, en su última actualización de las perspectivas económicas mundiales, el FMI subrayó las divergencias en crecimiento entre economías avanzadas, y entre estas y las economías en desarrollo, revisando al alza el crecimiento de EE. UU. para 2024 y 2025 (2,7% y 1,9%, +0,6 p. p. y + 0,2 p. p. vs. previsión anterior, respectivamente) y a la baja el crecimiento de la eurozona (0,8% y 1,5%, -0,1 p. p. y -0,2 p. p. vs. previsión anterior, respectivamente).

**El high for longer contraataca... con más fuerza en Washington que en Fráncfort.** La inflación sigue preocupando y se mantiene en el mapa de riesgos, principalmente en EE. UU., donde la publicación del dato del PIB no solo mostró la fuerza

### Global: riesgo geopolítico

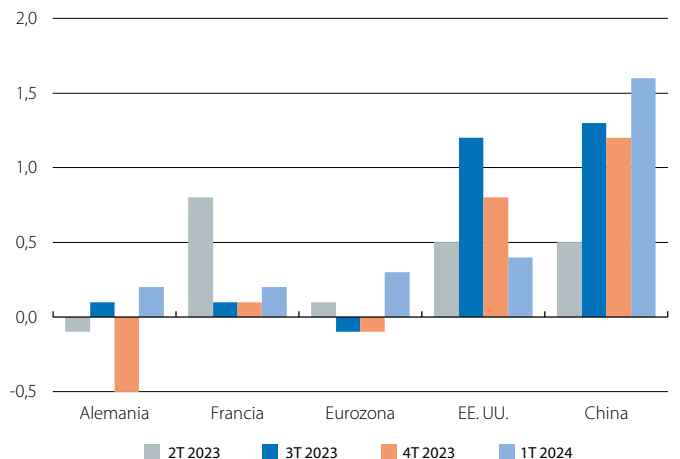
Índice GPR



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.matteociacoviello.com/gpr.htm>, el 30/04/2024).

### Global: PIB

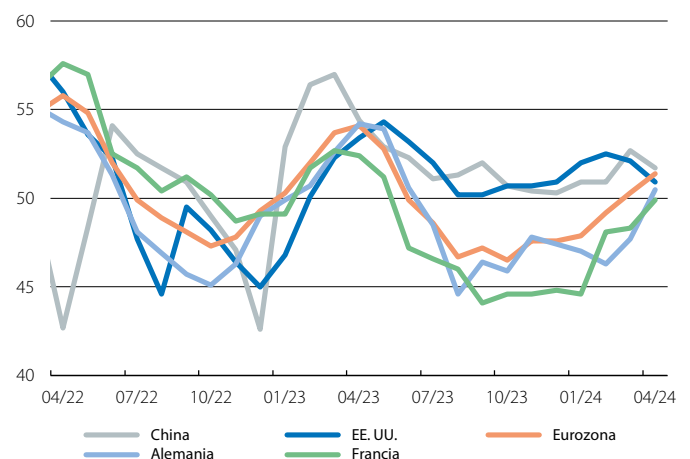
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del Bureau of Economic Analysis y de la Oficina Nacional de Estadística de China, vía Bloomberg y Refinitiv.

### Global: PMI compuesto

Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global y de la Oficina Nacional de Estadística de China, vía Bloomberg.

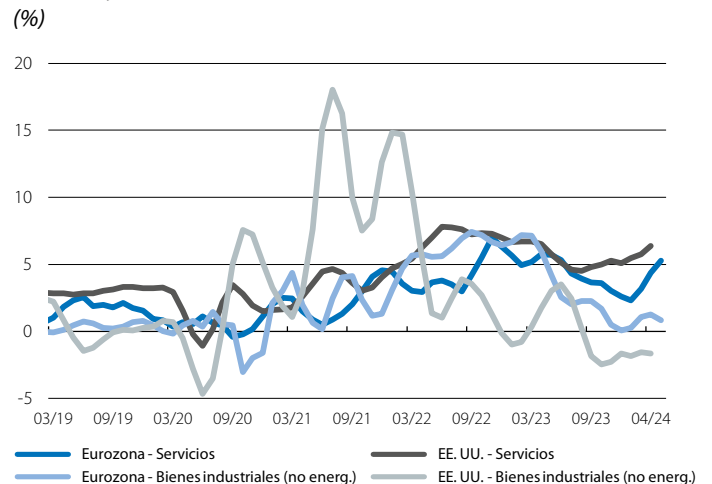


del consumo estadounidense, sino que también la de las presiones inflacionistas internas. El ascenso del deflactor del PIB (del +2,0% al 3,1% interanual) y de la inflación PCE núcleo (del 1,6% al 3,7%) ayudó a alimentar un retraso en las expectativas de recortes de tipos, tanto en los mercados financieros como en la comunicación de la propia Reserva Federal (para más detalles, véase la [coyuntura de Mercados financieros](#)). Así se abre un foco más de divergencia entre la economía estadounidense y la europea, donde aumentó la confianza en que el BCE empiece a recortar tipos ya en junio. En abril, la inflación general de la eurozona se situó en el 2,4%, mientras que la núcleo bajó hasta el 2,7% y alcanzó un mínimo desde febrero de 2022. Destacó la desaceleración de los servicios hasta el 3,7% y la moderación sostenida de la inflación de los bienes industriales. Asimismo, en un contexto de elevada incertidumbre, el BCE subrayó en su última reunión su estrategia de dependencia de datos, y no de la Fed.

**Las señales mixtas en el 2T sugieren vuelos a baja altitud.** Si por un lado el consumo siguió mostrando fuerza en el 1T en EE. UU., el descenso en abril del índice de clima empresarial PMI compuesto hasta los 50,9 puntos (vs. 52,1 anterior), que ahora se sitúa apenas por encima del umbral de 50 que apunta a una expansión de la producción, señala que la actividad podría perder algo de impulso en el 2T. En la eurozona, el PMI compuesto volvió a subir más de 1 punto en abril, hasta los 51,7 puntos (vs. 50,3 anterior). Este mayor dinamismo se explica principalmente por la reactivación del sector servicios (53,3 puntos vs. 51,5 anterior), mientras que el sector industrial sigue sin recuperarse de la crisis iniciada tras el estallido de la guerra en Ucrania (45,7 puntos vs. 46,1 anterior). También el índice Ifo de sentimiento empresarial de Alemania creció en abril 1,5 puntos, hasta los 89,4, su tercera subida consecutiva, pero todavía en valores muy por debajo del umbral de 100 que señala crecimientos cercanos a su media de largo plazo. Por otro lado, el indicador de sentimiento económico ESI disminuyó ligeramente en la eurozona (95,6 puntos, vs. 96,2 anterior).

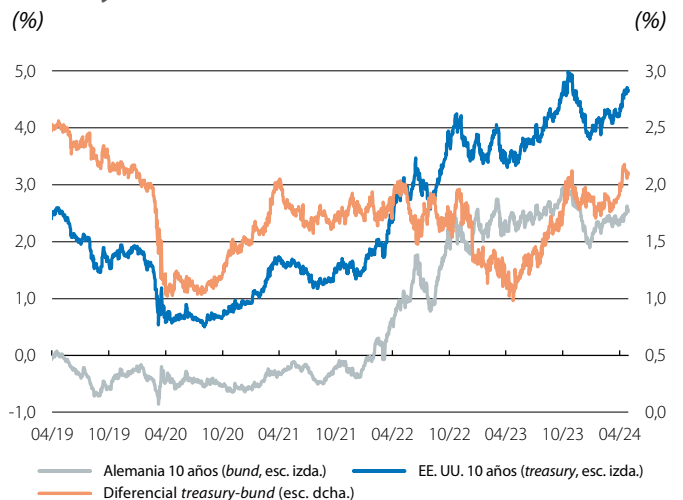
**En China, un 1T mejor de lo previsto, pero se espera un «año del Dragón» de llama frágil.** La economía china sorprendió en positivo en el 1T, con un crecimiento intertrimestral del 1,6% (vs. 1,2% en el 4T 2023), pero no todo fueron buenas noticias. La aceleración observada en el 1T del año se puede explicar sobre todo por el impulso de la inversión mientras el consumo sigue dando señales de elevada debilidad, evidencia de una creciente fragmentación entre el dinamismo de la oferta y la fragilidad de la demanda. Los indicadores de actividad muestran una pérdida de fuerza de las ventas minoristas en el inicio del año, mientras que los PMI de abril muestran una desaceleración de la actividad en el inicio del 2T (el PMI compuesto oficial cayó de los 52,7 puntos en marzo a los 51,7 en abril), especialmente concentrada en el sector servicios, cuyo PMI oficial cayó más de 2 puntos (de 52,4 a 50,3 puntos). Asimismo, es probable que la desaceleración de la economía china se haga más visible en los próximos meses, a medida que el empuje de la política fiscal pierda fuerza, con la persistente baja confianza de los consumidores chinos y los problemas de sobrecapacidad en la industria como trasfondo. Una sobrecapacidad que la secretaria del Tesoro de EE. UU., Janet Yellen, criticó tras su última visita a China y que resalta que la geopolítica seguirá jugando también un papel central en estas latitudes.

**EE. UU. y eurozona: momentum de la inflación**



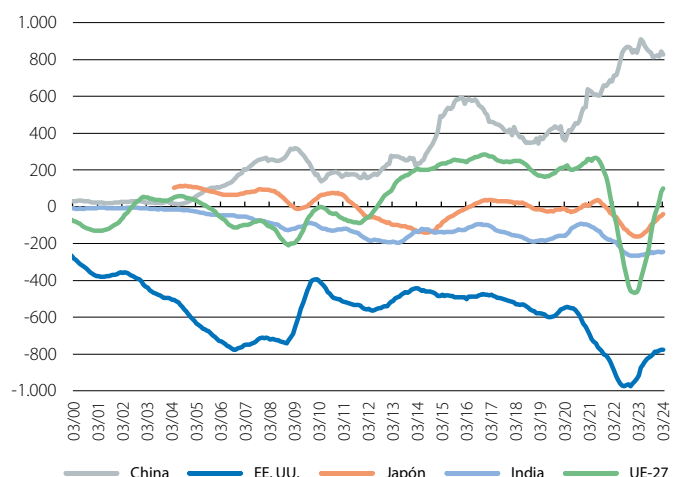
*Notas:* La inflación núcleo excluye del índice de precios la energía y los alimentos. El momentum de la inflación se calcula como la variación anualizada del IPC desestacionalizado promedio de tres meses, con respecto a los tres meses anteriores.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y del Bureau of Labor Statistics.

**EE. UU. y eurozona: rentabilidad de la deuda soberana**



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

**Global: balanza comercial de bienes por país**  
(Miles de millones de dólares)



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

## Quien tiene una casa tiene un tesoro

El BCE ha comenzado a publicar una estadística experimental<sup>1</sup> que permite analizar de forma amplia cómo se distribuye la riqueza en la eurozona al ofrecer, por primera vez, datos desagregados por distintos tramos de riqueza. De hecho, la información se desglosa para cada uno de los deciles 6, 7, 8, 9 y 10 superiores de riqueza neta y para el 50% inferior (*bottom 50%*).<sup>2</sup> En este artículo vamos a mostrar una comparativa entre los principales países para contrastar si existen diferencias significativas en la forma en que se distribuye la riqueza de las familias, no solo entre países, sino entre los distintos tramos de la distribución. Para ello, vamos a analizar cómo ha evolucionado la riqueza y sus principales componentes desde el inicio de la pandemia (4T 2019) hasta el último dato disponible (3T 2023).

### Distribución de la riqueza en la eurozona

Desde la pandemia (4T 2019), la riqueza neta<sup>3</sup> de las familias de la eurozona ha aumentado casi un 20%, gracias, sobre todo, al incremento de la riqueza neta en vivienda<sup>4</sup> (cerca de un 24%), en un contexto de notable revalorización de este activo real (hasta el 3T 2023 el precio subió más de un 18%). La importancia de la vivienda como vehículo generador de riqueza en el actual contexto de revalorización de los inmuebles explica que los propietarios hayan visto incrementada su riqueza en un 21%, frente al aumento del 12% que se observa entre la población que vive en régimen de alquiler.

Por su parte, los depósitos siguen manteniendo su atractivo (representan casi el 15% de la riqueza neta total) y han crecido casi un 16% desde el 4T 2019. Sin embargo, se advierte una evidente moderación en su ritmo de avance interanual desde mediados de 2022: en el 3T 2023 apenas crecieron un 0,3%, frente a un ritmo medio del 3,4% en los cinco años previos a la pandemia. Este menor ritmo de acumulación de depósitos se produce a pesar de la mayor remuneración que ofrece este tipo de productos. De hecho, durante el periodo de septiembre de 2015 a junio de 2022 los depósitos ofrecieron, en media de la eurozona, la menor rentabilidad nominal de su historia (por debajo del 1,0%), mientras que, desde verano de 2022, y coincidiendo con la fase de subidas de tipos del BCE, la rentabilidad de los depósitos se ha incrementado hasta recuperar rentabilidades que no se veían desde 2011.

1. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240108~ae6f7ef287.en.html>.

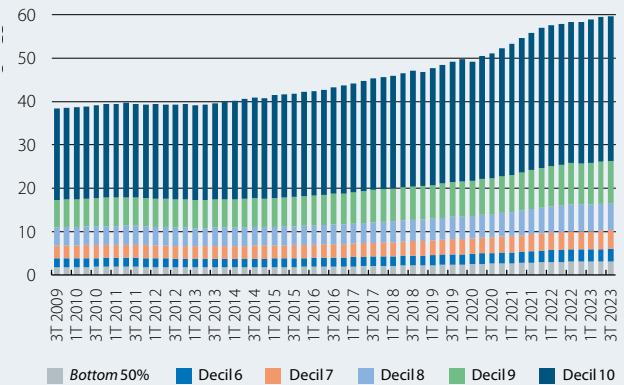
2. Los deciles dividen la serie de riqueza neta ordenada de menor a mayor en 10 partes iguales y permiten diferenciar a la población por su nivel de riqueza neta. Así, los deciles más bajos representan a la población con menor riqueza y el decil 10 a aquellos con mayor riqueza.

3. Por riqueza neta de las familias nos referimos a la diferencia entre el valor de sus activos (depósitos, títulos de deuda, acciones cotizadas, acciones no cotizadas y otras participaciones de capital, participaciones en fondos de inversión, seguros de vida, patrimonio inmobiliario y activos no financieros utilizados con fines de producción) menos sus pasivos (préstamos hipotecarios y no hipotecarios).

4. Riqueza en vivienda neta de crédito hipotecario

### Eurozona: evolución de la riqueza neta de las familias \*

(Billones de euros)

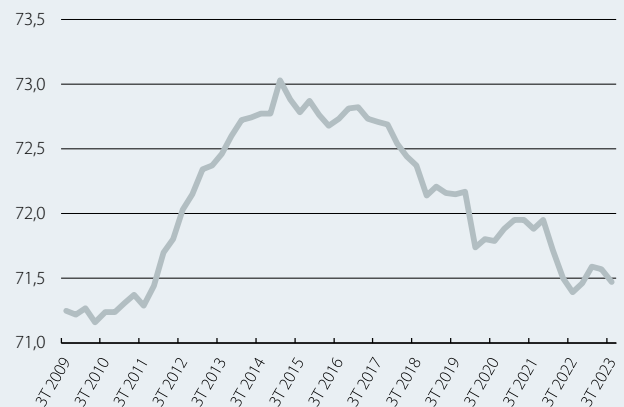


Nota: \* Riqueza financiera y no financiera neta.

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

### Eurozona: índice de Gini

(0 = igualdad perfecta; 100 = máxima desigualdad)



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

### La vivienda como «democratizadora» en la generación de riqueza

Los datos muestran que la vivienda (neta de hipoteca) representa casi el 57% de la riqueza neta total de las familias de la eurozona. Además, es el principal componente del patrimonio en todos los tramos de riqueza (representa entre el 58% y el 73%), excepto para las familias que se encuentran en el tramo más alto de la riqueza, donde supone el 47% de su patrimonio neto total. La adquisición de vivienda de forma generalizada en los últimos años ha permitido un incremento de la riqueza neta en todos los tramos.<sup>5</sup> De hecho, la riqueza neta entre la población situada

5. El BCE ofrece la distribución de riqueza por deciles para el agregado de la población, pero no para el grupo de propietarios de vivienda ni para los que viven en régimen de alquiler. Sin embargo, como ya hemos señalado, los datos muestran que el aumento de riqueza entre los propietarios de vivienda ha sido muy superior al de la población en régimen de alquiler.

en la mitad inferior de la distribución de riqueza (*bottom 50%*) se incrementó un 28%, frente a un aumento inferior al 19% en la población más rica. Esto ha contribuido a reducir modestamente la desigualdad en el reparto de la riqueza dentro del bloque, que, no obstante, sigue siendo elevada: el índice de Gini ha caído hasta el 71,5% en el 3T 2023, desde el 72,2% en el que se situaba antes de la pandemia.

**Depósitos para los menos ricos y productos más sofisticados de ahorro a mayor riqueza**

En cuanto a los depósitos, representan más del 15% de la riqueza neta total de la eurozona, si bien se aprecia un comportamiento claramente diferenciado por tramos de riqueza: entre las familias con menor riqueza, los depósitos representan más del 40% de su patrimonio, mientras que para la población con una riqueza media y media-alta representa entre el 17% y el 20%; reduciéndose a un 11% en el caso de los más ricos. Por otro lado, los seguros de vida/ahorro<sup>6</sup> representan cerca de un 8,0% de la riqueza en la eurozona, ascendiendo a un 9,7% de la riqueza de las familias en el *bottom 50%*, y a un 9,0% para el caso de los tramos más altos de riqueza. Asimismo, se observa que la preferencia por instrumentos de inversión financiera más sofisticados (como acciones cotizadas y/o fondos de inversión) representan casi el 20% de la riqueza total en la eurozona, si bien estas figuras solo son destacables en la composición de la riqueza del 10% más rico de la población.

**Conclusión**

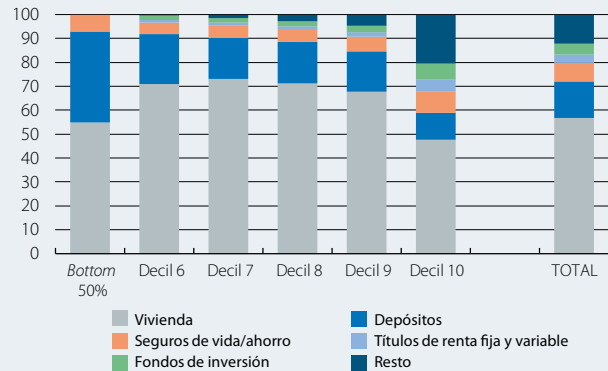
Los datos muestran que la desigualdad de la riqueza en la eurozona se ha reducido modestamente en los últimos años gracias al sustancial incremento del valor de la vivienda, un activo que pesa especialmente en las familias situadas en la mitad inferior de la distribución. También se aprecia una notable heterogeneidad en la composición de la riqueza de los hogares. En la mitad menos rica de la distribución, esta riqueza consiste en vivienda y activos de bajo riesgo (depósitos y seguros de vida/ahorro), mientras que la estructura de la riqueza de los hogares más ricos incluye una proporción mucho mayor de instrumentos financieros más sofisticados. Esta clara heterogeneidad entre hogares puede afectar a la transmisión de la política monetaria, como se ha demostrado en múltiples estudios. Por tanto, hay que empezar a considerar que el funcionamiento y la efectividad de las medidas de política monetaria dependa de la distribución y estructura de la riqueza, como algún miembro del BCE ya reconoció hace un tiempo.<sup>7</sup>

*Rita Sánchez Soliva*

6. Este tipo de modalidad de ahorro es especialmente relevante en Alemania y Francia. Consiste en una modalidad de ahorro en el que el titular del seguro recibe las rentas de este seguro una vez jubilado; o bien, si fallece antes de la edad de jubilación, la prima del seguro la reciben sus beneficiarios.

7. Discurso de cena de Peter Praet, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, [ECB Conference on Household Finance and Consumption](#), Frankfurt am Main, 17 de octubre de 2013.

**Eurozona: composición de la riqueza neta por instrumento y tramo de riqueza \***  
(% de la riqueza neta total de cada tramo de riqueza)



*Nota:* \* Datos a 3T 2023.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

## Distribución de la riqueza en las grandes economías europeas

Los patrones observados en los datos agregados para la eurozona se repiten, con diferencias más o menos relevantes, entre los principales países de la eurozona. España es el país donde más ha aumentado la riqueza neta<sup>1</sup> desde la pandemia: desde el 4T 2019 hasta el 3T 2023 registra un notable incremento del 25%, seguido muy de cerca por Alemania con un 22%, Francia con un 16% y, a mayor distancia, Italia con un 6,0%. Esta dispar evolución de la riqueza total por países se explica por el desigual comportamiento de la riqueza neta en vivienda.<sup>2</sup> Así, en Alemania y España la riqueza neta en vivienda ha aumentado casi un 25%, en Francia más de un 20% y, a la cola, Italia con menos de un 5,0%.

De este modo, la vivienda se reafirma como la principal fuente de riqueza para las familias, y su peso dentro de la riqueza total ha ido aumentando desde el estallido de la pandemia en todos los países, salvo en Italia, donde se ha mantenido bastante estable en los últimos tres años en torno al 48,4% que representaba en el 3T 2023 (50,5% en el 4T 2019). Mientras, en España el peso de la vivienda sobre la riqueza neta total ascendía en el 3T 2023 a un 64,2% (61,8% prepandemia), en Francia a un 55,5% (vs. 53,5%) y en Alemania a un 52,1% (vs. 51,0%).

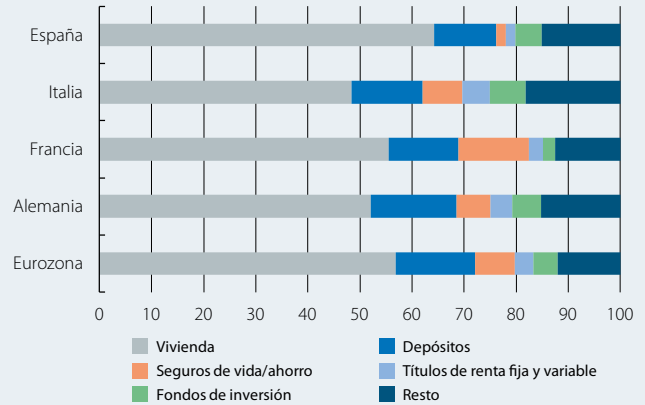
Buena parte del comportamiento mostrado por la riqueza en vivienda se explica por el incremento de su precio desde el inicio de la pandemia en toda la región. En el caso concreto de Alemania, los precios llegaron a estar en el 2T 2022 un 25% por encima que antes de la pandemia, la mayor revalorización que ha experimentado la vivienda entre las cuatro grandes economías en el periodo analizado. Sin embargo, las subidas del precio de la vivienda en Alemania han mostrado desde su pico una notable corrección y, en el 4T 2023, apenas superan ya en un 10% su nivel prepandemia. En el resto de los países, la corrección de los precios desde máximos en Francia es muy modesta, en Italia se han mostrado bastante estables, y en España no solo no ha existido corrección, sino que la revalorización de los inmuebles registró un impulso renovado desde el 4T 2022, con lo que a cierre de 2023 el precio de la vivienda en España es el que acumula el mayor crecimiento desde la pandemia dentro de las grandes economías (un 19%).

Respecto a los depósitos, se confirman como la segunda fuente de riqueza de las familias, si bien en el 3T 2023 han reducido modestamente su peso dentro de la riqueza neta total en cuanto a lo que suponían en el 4T 2019 en España (12,0% vs. 12,9%) y, de manera más pronunciada,

1. Por riqueza neta de las familias nos referimos a la diferencia entre el valor de sus activos (depósitos, títulos de deuda, acciones cotizadas, acciones no cotizadas y otras participaciones de capital, participaciones en fondos de inversión, seguros de vida, patrimonio inmobiliario y activos no financieros utilizados con fines de producción) menos sus pasivos (préstamos hipotecarios y no hipotecarios).  
2. Riqueza en vivienda neta de crédito hipotecario

### Comparativa países: composición riqueza por instrumento\*

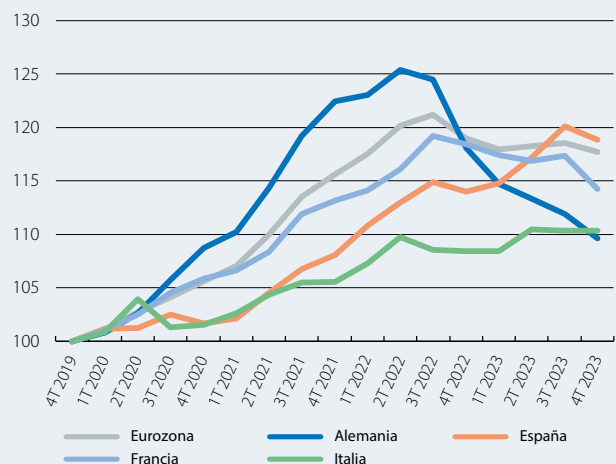
(% de la riqueza neta total)



Nota: \* Datos a 3T 2023.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

### Precio de la vivienda

Índice (100 = 4T 2019)



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

en Alemania (16,4% vs. 17,6%); mientras que en Italia su peso en la riqueza neta total prácticamente se ha mantenido (13,7%) y en Francia incluso ha aumentado modestamente (13,3% vs. 12,4%).

Destaca la importancia de los seguros de vida/ahorro como vehículo de inversión en Francia, Alemania e Italia,<sup>3</sup> mientras que en España esta figura tiene menos relevancia. No obstante, se ha visto como, desde la pandemia, su peso dentro de la riqueza neta total ha ido cayendo, sobre todo en Francia (13,5% vs. 17,2%) y en Alemania (6,6%

3. En Francia y Alemania, los seguros de vida no se limitan a cubrir una contingencia en caso de fallecer el asegurado: llegada la edad de retiro, el asegurado puede acceder al dinero acumulado. Son figuras de ahorro similares a los planes de pensiones de España. En España, el seguro de vida es un instrumento financiero que da dinero a los herederos del asegurado tras su fallecimiento.

vs. 8,6%). Respecto a otras alternativas de inversión algo más sofisticadas, como acciones y fondos de inversión, han mantenido relativamente estable su representación dentro de la riqueza total en el periodo de estudio, pero, como ya se veía en los datos agregados para la eurozona, solo son relevantes para las familias pertenecientes al 10%-20% más rico de la población.

**Vivienda en propiedad o no... esa es la cuestión**

Los datos agregados muestran que, de manera generalizada, la vivienda ha sido determinante en el aumento experimentado por la riqueza en los últimos años. Sin embargo, cuando descendemos al nivel de clasificación de los hogares por tramos de riqueza, observamos comportamientos bastante diferenciados por países. El caso de Alemania es especialmente llamativo. De hecho, en Alemania tan solo el 47% de los hogares tiene vivienda en propiedad (frente a casi un 70% la media europea), porcentaje que se reduce al 26% cuando se trata de los tramos de renta más bajos (50% la media europea). Esto condiciona el patrón de distribución de la riqueza en Alemania: para la mitad de la población de menor riqueza (*bottom 50%*), la riqueza en vivienda representa apenas un 20% de su riqueza total, mientras que para los tramos de riqueza media y media-alta supera el 60%; y algo menos del 47% para los más ricos.

El peso de la vivienda dentro de la riqueza de la mitad de la población menos rica contrasta notablemente con el que representa en el resto de las grandes economías, donde la vivienda supone más de la mitad de la riqueza en los tramos de riqueza más baja: 54% en Francia, 75% en Italia y casi un 80% en España. Por su parte, en Alemania los depósitos representan más de dos tercios de la riqueza para la mitad de las familias con menor riqueza, frente al 45% que representa en Francia, y algo más del 20% en Italia y España.

Esta composición de la riqueza seguramente explica el rezago que se observa entre la población menos rica de Alemania, respecto a sus homólogos en el resto de países. La riqueza de una familia perteneciente a la mitad de la población se sitúa en unos 18.360 euros en el 3T 2023. Esta cifra contrasta con los 45.320 euros observados en Francia, 58.800 en Italia o 75.000 de España.

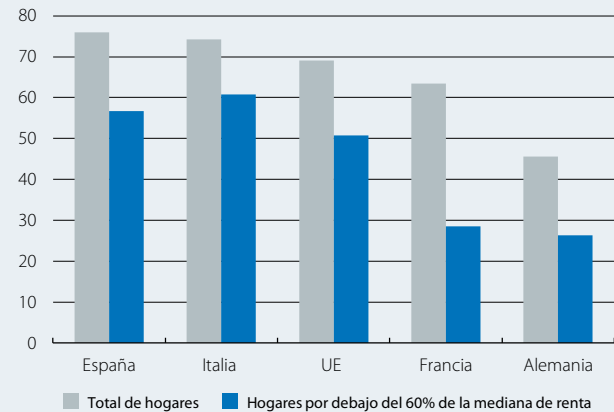
Estos datos ayudan a entender por qué en Alemania la desigualdad en la distribución de la riqueza, medida a través del índice de Gini, es la más elevada de entre los países aquí analizados, pese a los importantes avances logrados desde 2014, y el único en donde se ha ampliado desde el inicio de la pandemia. Por su parte, España destaca como la economía de las cuatro grandes donde la desigualdad es menor y en donde mayores avances se han logrado desde la pandemia (véase el último gráfico).

**Conclusiones**

Los datos muestran diferencias significativas entre los patrones de riqueza de las familias de los cuatro grandes países de la UE. Así, destaca el reducido peso que la

**Hogares con vivienda en propiedad en 2022**

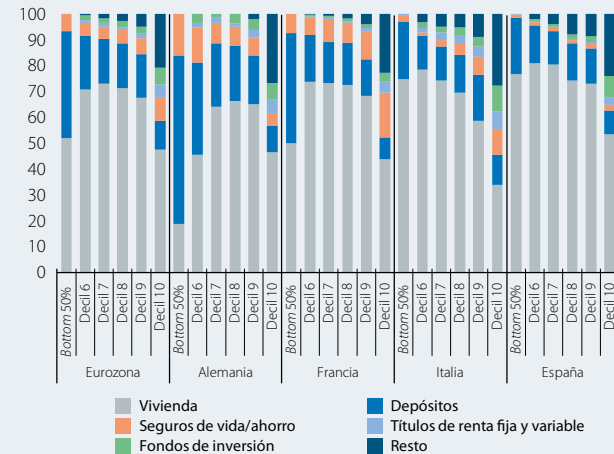
(% de hogares)



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

**Comparativa de la distribución de la riqueza por instrumento \***

(% de la riqueza total en cada percentil de riqueza)



Notas: \* Datos a 3T 2023.

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

vivienda representa dentro de la riqueza neta total de las familias menos ricas en Alemania, mientras que en el resto de los países es el principal vehículo de riqueza para ese grupo. Más homogéneo resulta constatar que las familias menos ricas presentan una elevada concentración de su riqueza en activos de bajo riesgo (depósitos y seguros de vida/ahorro) en todos los países, si bien en Alemania estos instrumentos tienen una posición más hegemónica para ese tramo de riqueza. Esta composición de la riqueza puede ayudar a explicar por qué la desigualdad en Alemania es la más elevada entre las grandes economías. Los datos muestran la heterogeneidad que presentan los hogares europeos en lo que a composición de riqueza se refiere, lo que condicionará su respuesta a los diversos *shocks* económicos.<sup>4</sup>

Rita Sánchez Soliva

4. Discurso de cena de Peter Praet, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, ECB Conference on Household Finance and Consumption, Frankfurt am Main, 17 de octubre de 2013.



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

## ESTADOS UNIDOS

|   | 2022  | 2023  | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 1T 2024 | 02/24 | 03/24 | 04/24 |
|---|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Actividad</b>                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real  | 1,9   | 2,5   | 2,4     | 2,9     | 3,1     | 3,0     | –     | –     | –     |
| Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)    | 8,6   | 5,2   | 4,3     | 4,6     | 5,0     | 3,3     | 3,0   | 5,3   | ...   |
| Confianza del consumidor (valor)                | 104,5 | 105,4 | 105,4   | 109,0   | 102,7   | 106,3   | 104,8 | 103,1 | 97,0  |
| Producción industrial                           | 3,4   | 0,2   | 0,0     | –0,1    | 0,1     | –0,3    | –0,3  | 0,0   | ...   |
| Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor) | 53,5  | 47,1  | 46,7    | 47,6    | 46,9    | 49,1    | 47,8  | 50,3  | 49,2  |
| Viviendas iniciadas (miles)                     | 1.551 | 1.423 | 1.450   | 1.371   | 1.485   | 1.415   | 1.549 | 1.321 | ...   |
| Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)   | 307   | 312   | 308     | 316     | 321     | ...     | 324   | ...   | ...   |
| Tasa de paro (% pobl. activa)                   | 3,6   | 3,6   | 3,6     | 3,7     | 3,7     | 3,8     | 3,9   | 3,8   | 3,9   |
| Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)              | 60,0  | 60,3  | 60,3    | 60,4    | 60,3    | 60,2    | 60,1  | 60,3  | 60,2  |
| Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)          | –3,8  | –3,1  | –3,2    | –3,0    | –2,9    | –2,8    | –2,8  | –2,8  | ...   |
| <b>Precios</b>                                  |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflación general                               | 8,0   | 4,1   | 4,0     | 3,5     | 3,2     | 3,2     | 3,2   | 3,5   | ...   |
| Inflación núcleo                                | 6,2   | 4,8   | 5,2     | 4,4     | 4,0     | 3,8     | 3,8   | 3,8   | ...   |

## JAPÓN

|   | 2022 | 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 1T 2024 | 02/24 | 03/24 | 04/24 |
|---|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Actividad</b>                              |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                      | 1,0  | 1,9  | 2,3     | 1,6     | 1,2     | ...     | –     | –     | –     |
| Confianza del consumidor (valor)              | 32,2 | 35,2 | 35,7    | 36,2    | 36,5    | 38,9    | 39,0  | 39,5  | 38,3  |
| Producción industrial                         | 0,0  | –1,4 | 0,9     | –3,6    | –0,9    | –4,5    | –6,8  | –3,6  | ...   |
| Índice actividad empresarial (Tankan) (valor) | 9,5  | 7,0  | 5,0     | 9,0     | 13,0    | 11,0    | –     | –     | –     |
| Tasa de paro (% pobl. activa)                 | 2,6  | 2,6  | 2,6     | 2,6     | 2,5     | 2,5     | 2,6   | 2,6   | ...   |
| Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)        | –2,1 | –3,0 | –3,6    | –2,7    | –1,8    | ...     | –1,2  | ...   | ...   |
| <b>Precios</b>                                |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflación general                             | 2,5  | 3,3  | 3,4     | 3,1     | 2,9     | 2,5     | 2,8   | 2,7   | ...   |
| Inflación subyacente                          | 1,1  | 3,9  | 4,2     | 4,3     | 3,9     | 3,2     | 3,2   | 2,9   | ...   |

## CHINA

|  | 2022 | 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 1T 2024 | 02/24 | 03/24 | 04/24 |
|--|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Actividad</b>                           |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                   | 3,0  | 5,2  | 6,3     | 4,9     | 5,2     | 5,3     | –     | –     | –     |
| Ventas al por menor                        | –0,8 | 7,8  | 10,7    | 4,2     | 8,3     | 4,7     | 5,5   | 3,1   | ...   |
| Producción industrial                      | 3,4  | 4,6  | 4,5     | 4,2     | 6,0     | 5,8     | 7,0   | 4,5   | ...   |
| PMI manufacturas (oficial)                 | 49,1 | 49,9 | 49,0    | 49,7    | 49,3    | 49,7    | 49,1  | 50,8  | 50,4  |
| <b>Sector exterior</b>                     |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Balanza comercial <sup>1,2</sup>           | 899  | 866  | 947     | 901     | 866     | 842     | 877,2 | 845,6 | ...   |
| Exportaciones                              | 7,1  | –5,1 | –5,4    | –10,8   | –3,3    | –1,7    | 2,9   | –11,4 | ...   |
| Importaciones                              | 0,7  | –5,5 | –7,0    | –8,5    | 0,8     | 1,5     | –8,1  | –1,9  | ...   |
| <b>Precios</b>                             |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Inflación general                          | 2,0  | 0,2  | 0,1     | –0,1    | –0,3    | 0,0     | 0,7   | 0,1   | ...   |
| Tipo de interés de referencia <sup>3</sup> | 3,65 | 3,45 | 3,6     | 3,5     | 3,5     | 3,5     | 3,5   | 3,5   | 3,5   |
| Renminbi por dólar                         | 6,7  | 7,1  | 7,0     | 7,2     | 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 &amp; 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  | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 1T 2024 | 02/24 | 03/24 | 04/24 |
|--|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Ventas al por menor (variación interanual)   | 1,2   | -2,1  | -2,2    | -2,3    | -0,8    | ...     | -0,7  | ...   | ...   |
| Producción industrial (variación interanual) | 2,1   | -2,1  | -0,8    | -4,7    | -3,7    | ...     | -6,4  | ...   | ...   |
| Confianza del consumidor                     | -21,9 | -17,4 | -26,9   | -26,9   | -26,9   | -26,9   | -15,5 | -14,9 | -14,7 |
| Sentimiento económico                        | 102,1 | 96,4  | 96,5    | 96,5    | 96,5    | 96,5    | 95,4  | 96,2  | 95,6  |
| PMI manufacturas                             | 52,1  | 51,2  | 44,7    | 43,2    | 43,6    | 43,9    | 46,5  | 46,1  | 45,7  |
| PMI servicios                                | 52,1  | 52,1  | 54,4    | 49,2    | 48,4    | 48,4    | 50,2  | 51,5  | 53,3  |
| <b>Mercado de trabajo</b>                    |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Empleo (personas) (variación interanual)     | 2,3   | 1,4   | 1,4     | 1,4     | 1,2     | ...     | -     | -     | -     |
| <b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>         | 6,8   | 6,6   | 6,5     | 6,6     | 6,5     | 6,5     | 6,5   | 6,5   | ...   |
| Alemania (% pobl. activa)                    | 3,1   | 3,0   | 2,9     | 3,0     | 3,1     | 3,2     | 3,2   | 3,2   | ...   |
| Francia (% pobl. activa)                     | 7,3   | 7,3   | 7,4     | 7,4     | 7,5     | 7,4     | 7,4   | 7,3   | ...   |
| Italia (% pobl. activa)                      | 8,1   | 7,7   | 7,7     | 7,6     | 7,5     | 7,3     | 7,4   | 7,2   | ...   |
| <b>PIB real (variación interanual)</b>       | 3,5   | 0,5   | 0,6     | 0,1     | 0,1     | 0,4     | -     | -     | -     |
| Alemania (variación interanual)              | 1,9   | 0,0   | 0,2     | -0,1    | -0,2    | -0,2    | -     | -     | -     |
| Francia (variación interanual)               | 2,6   | 0,9   | 1,1     | 0,7     | 0,8     | 1,1     | -     | -     | -     |
| Italia (variación interanual)                | 4,2   | 1,0   | 0,6     | 0,6     | 0,7     | 0,6     | -     | -     | -     |

## Precios

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

|         | 2022 | 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 1T 2024 | 02/24 | 03/24 | 04/24 |
|---------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General | 8,4  | 5,5  | 6,2     | 5,0     | 2,7     | 2,6     | 2,6   | 2,4   | 2,4   |
| Núcleo  | 3,9  | 5,0  | 5,5     | 5,1     | 3,7     | 3,1     | 3,1   | 3,0   | 2,7   |

## Sector exterior

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

|  | 2022 | 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 1T 2024 | 02/24 | 03/24 | 04/24 |
|--|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Saldo corriente</b>                                     | -0,7 | 4,1  | 0,2     | 1,8     | 4,1     | ...     | 10,1  | ...   | ...   |
| Alemania   | 4,3  | 12,1 | 4,8     | 7,8     | 12,1    | ...     | 26,0  | ...   | ...   |
| Francia  | -2,0 | -1,5 | -1,8    | -1,8    | -1,5    | ...     | -2,7  | ...   | ...   |
| Italia   | -1,6 | 1,0  | -1,1    | 0,1     | 1,0     | ...     | 3,8   | ...   | ...   |
| <b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b> | 90,9 | 94,7 | 94,6    | 95,9    | 95,1    | 95,2    | 94,9  | 95,5  | 95,1  |

## 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 | 02/24 | 03/24 | 04/24 |
|--|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Financiación del sector privado</b>   |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>   | 6,7  | 2,7  | 4,0     | 1,1     | 0,1     | 0,3     | 0,3   | 0,4   | ...   |
| Crédito a hogares <sup>2,3</sup>   | 4,4  | 1,7  | 2,1     | 1,1     | 0,5     | 0,2     | 0,3   | 0,2   | ...   |
| Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)              | 1,8  | 4,6  | 4,5     | 5,0     | 5,2     | 5,1     | 5,1   | 5,2   | ...   |
| Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%) | 2,0  | 4,4  | 4,3     | 4,7     | 4,9     | 4,8     | 4,8   | 4,8   | ...   |
| <b>Depósitos</b>   |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos a la vista   | 6,3  | -8,5 | -8,1    | -11,3   | -10,7   | -8,8    | -8,9  | -7,6  | ...   |
| Otros depósitos a corto plazo  | 4,5  | 21,1 | 22,5    | 23,2    | 21,0    | 18,5    | 18,8  | 16,9  | ...   |
| Instrumentos negociables   | 3,7  | 20,4 | 22,0    | 20,4    | 19,9    | 19,7    | 17,5  | 19,2  | ...   |
| Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)                          | 0,5  | 2,7  | 2,5     | 3,0     | 3,3     | 3,2     | 3,2   | 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.

## Sorprende al alza el crecimiento de España en el 1T

Los indicadores conocidos en las últimas semanas confirman la buena salud de la economía española, cuyo crecimiento en el 1T del año vuelve a sorprender al alza, siendo además el más elevado entre las grandes economías de la eurozona.

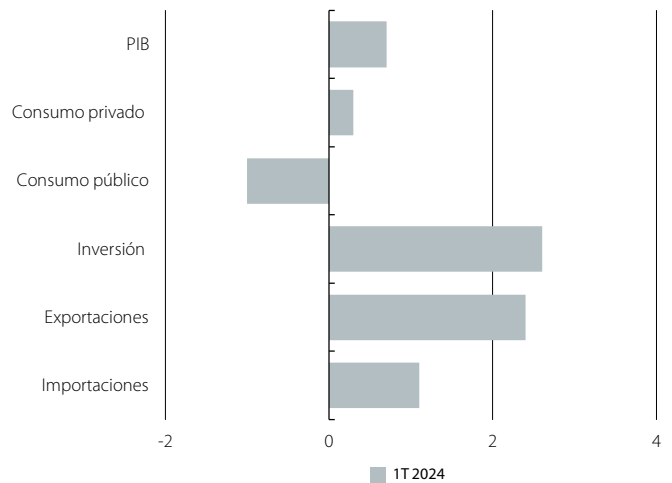
**Durante el 1T del año, el PIB anotó un avance del 0,7% intertrimestral (2,4% interanual).** El dato publicado supone un registro similar al del 4T 2023 (revisado, a su vez, en 0,1 p. p. al alza desde el 0,6% intertrimestral) y sustancialmente por encima del crecimiento promedio de la eurozona (0,3% intertrimestral). La demanda externa se erigió como el principal motor de crecimiento y aportó 0,5 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, gracias especialmente a la fortaleza de las exportaciones de servicios. El avance de la demanda interna, que contribuyó en 0,2 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, procedió del tirón de la inversión –que tras el fuerte retroceso registrado durante el 4T 2023 (–1,6% intertrimestral), avanzó un notable 2,6% intertrimestral– y, en menor medida, del consumo privado, que mantuvo un ritmo de crecimiento moderado (0,3% intertrimestral).

**Los indicadores de actividad disponibles para el 2T del año apuntan que la economía mantiene un tono positivo.** El PMI del sector industrial subió 0,8 puntos hasta los 52,2 en abril, anotando así su mejor registro desde junio de 2022. A su vez, el PMI del sector servicios subió 0,1 puntos, hasta los 56,2, gracias al avance de los nuevos pedidos. Por último, la actividad de las tarjetas españolas cierra el mes de abril creciendo un 3,2% interanual (3,3% en marzo), según el Indicador de [Consumo de CaixaBank](#).

**La creación de empleo mantiene un tono positivo.** Los datos de crecimiento de la actividad española durante el 1T 2024 se sustentaron en un mercado laboral que siguió avanzando a buen ritmo y que ha mantenido el ritmo de crecimiento durante el primer mes del 2T. En abril, la afiliación a la Seguridad Social aumentó en 199.538 personas, por debajo del dato excepcional del año pasado (238.436), cuando la Semana Santa cayó en la primera semana de abril, pero por encima de lo habitual en un mes de abril (173.777 de media en 2014-2019). La cifra total de afiliados supera por primera vez la barrera psicológica de los 21 millones, en concreto, en 21.101.505 trabajadores, lo que supone 486.516 trabajadores más que hace un año. En términos desestacionalizados, el empleo crece en el mes en 40.677 afiliados, una cifra aún elevada. En cuanto al paro registrado, descendió en el mes en 60.503 personas, hasta 2,666 millones, la cifra más baja desde el mes de septiembre de 2008.

**La subida del IVA del gas y los alimentos mantienen la inflación general por encima del 3%.** La inflación general subió 0,1 p. p. en abril y se situó en el 3,3%, según el indicador adelan-

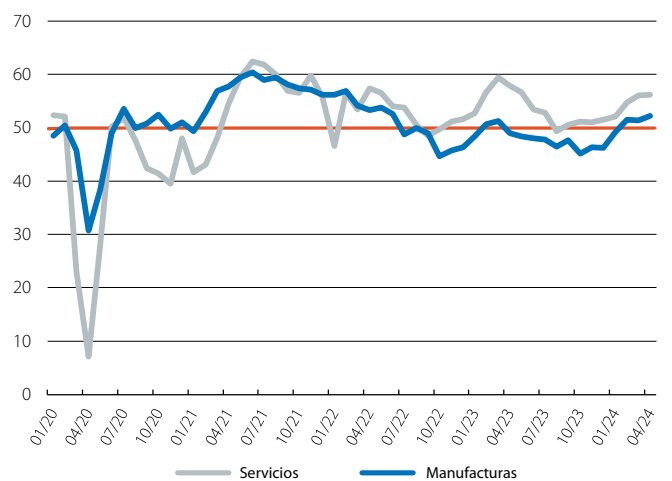
### España: PIB y sus componentes Variación intertrimestral (%)



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

### España: PMI

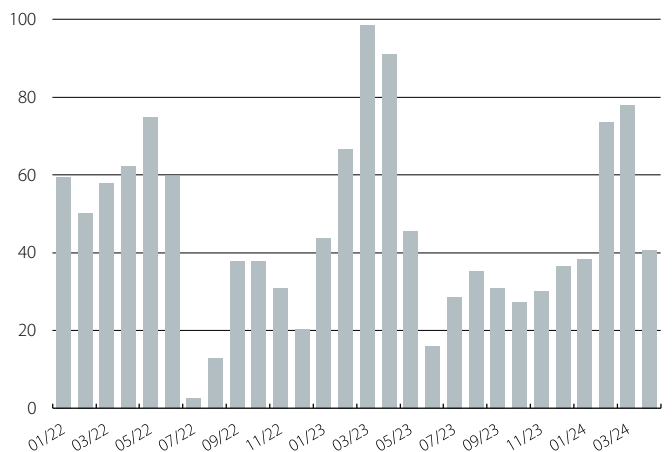
Nivel



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

### España: afiliados a la Seguridad Social \*

Variación intermensual (miles de personas)



Nota: \* Serie corregida de estacionalidad.

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

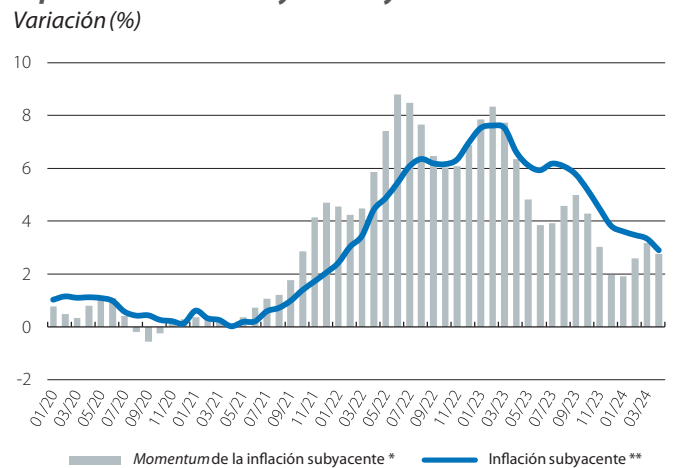
tado del IPC publicado por el INE. Sin embargo, este comportamiento vino condicionado por el incremento de los precios del gas, dado que el día 1 de abril el tipo impositivo del IVA del gas, que se encontraba rebajado al 10%, volvió a su nivel habitual del 21%. En cualquier caso, el proceso de moderación de precios se mantuvo en la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados), que experimentó una fuerte corrección, situándose en el 2,9% (0,4 p. p. menos que en marzo). El dato de inflación general se ha situado en el rango esperado por CaixaBank Research, mientras que la inflación subyacente ha sorprendido a la baja.

**La mejora del déficit comercial en España consolida un buen inicio de año para el comercio exterior.** En línea con los buenos datos de la demanda externa, el déficit comercial disminuyó un 4,7% en términos interanuales en febrero, gracias a una corrección del 27,8% interanual del déficit de la balanza de energía. Por su parte, las exportaciones no energéticas mejoraron respecto al mes anterior, pese a estar por debajo del nivel mostrado en febrero del año anterior. En términos acumulados en los dos primeros meses del año, el déficit comercial muestra una reducción del 5,6% interanual, que se corresponde con una caída del 17,3% del déficit no energético y del 4,3% en el caso del energético. El déficit comercial con países fuera de la eurozona se redujo un 25% interanual, mientras que el superávit con países comunitarios disminuyó un 32% interanual.

**El turismo, clave en el buen desempeño del sector exterior,** también avanzó con fuerza durante el primer trimestre del año. Los datos provisionales de FRONTUR indican que en los tres primeros meses del año llegaron 16,1 millones de turistas extranjeros, lo cual supone un aumento del 17,7% respecto al mismo periodo del año pasado. Asimismo, según los datos de EGATUR, el gasto de los turistas internacionales alcanzó los 21.974 millones de euros en este mismo periodo, un aumento del 27,2% respecto al mismo periodo del año pasado. Estos datos, a su vez, suponen aumento del gasto medio diario de los turistas internacionales del 5% respecto al 1T 2023.

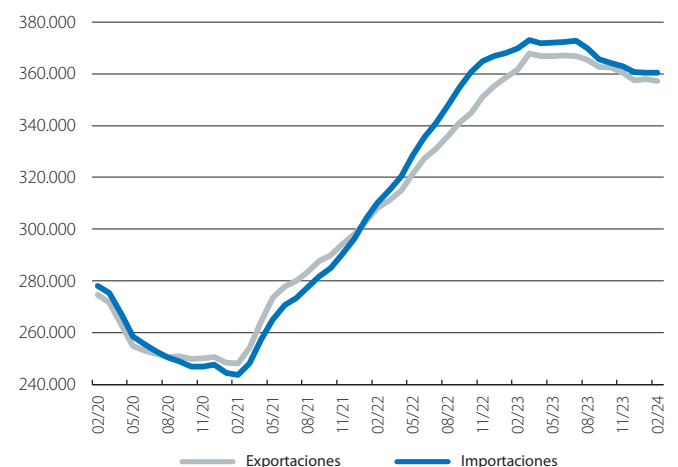
**La compraventa de vivienda en España recupera cierto vigor a comienzos de año.** En febrero, las transacciones de viviendas aumentaron un 5,8% en tasa interanual, una mejora significativa tras haber estado cayendo a tasas de dos dígitos a lo largo de la segunda mitad de 2023. El aumento fue generalizado por tipo de vivienda, pero especialmente acusado en el caso de la nueva: un incremento del 20,8% interanual, frente al 2,2% de la de segunda mano. En cuanto a las comunidades autónomas, el aumento de las compraventas se hizo notar en la mayoría del territorio, a excepción de seis regiones que registraron caídas (Islas Baleares, Islas Canarias, Andalucía, Comunidad de Madrid, País Vasco y La Rioja). En términos acumulados, en los dos primeros meses del año se cerraron en todo el territorio 107.000 compraventas, lo cual supone el mejor inicio de año en actividad inmobiliaria desde 2008.

**España: inflación subyacente y su momentum**



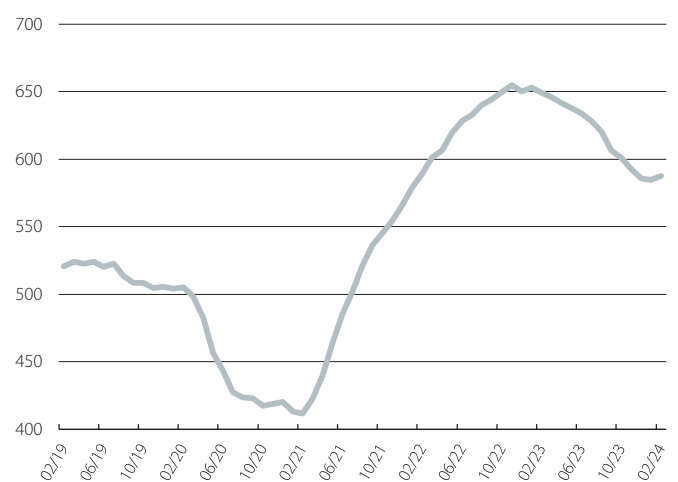
**Notas:** \* El momentum de la inflación subyacente es la variación móvil de los últimos tres meses sobre los tres meses anteriores. \*\* La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: comercio exterior de bienes \***  
Datos acumulados de 12 meses (millones de euros)



**Notas:** \* Datos nominales, serie sin desestacionalizar. Sin incluir energía. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.

**España: compraventa de viviendas**  
Datos acumulados de 12 meses (miles de viviendas)



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

## Las claves del aumento del ahorro de los hogares españoles en 2023

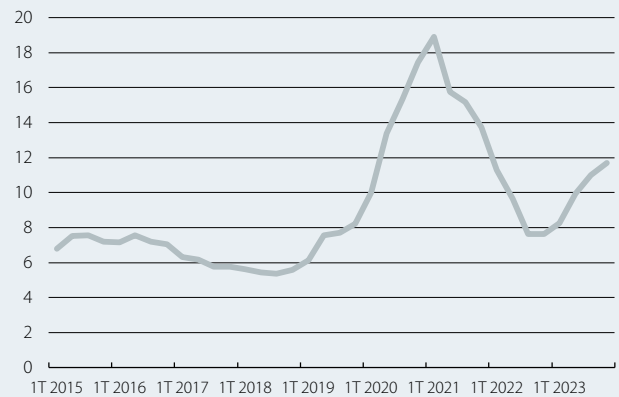
La tasa de ahorro ha aumentado hasta superar incluso el nivel alcanzado durante los años previos a la pandemia gracias al fuerte avance de la renta disponible. La capacidad de ahorro de las familias ha crecido de forma significativa en 2023. Así, la tasa de ahorro subió hasta el 11,7% de la renta bruta disponible (RBD), muy por encima del 7,6% de 2022 y del promedio histórico del 8,2% entre 2000 y 2019 (véase el primer gráfico). Hablamos de una cifra de 108.000 millones de euros de ahorro bruto, 44.760 millones más que en 2022 y 59.000 millones más que en el promedio de 2015-2019. En otras palabras: en un contexto todavía inflacionista como el de 2023, los hogares han logrado fortalecer a nivel agregado su colchón de ahorro, un hecho realmente notable.

¿Qué hay detrás de estos registros que pueden sorprender a más de un lector o lectora? El incremento de la tasa de ahorro fue consecuencia de un crecimiento de la RBD del 11,0% interanual, el mayor de la serie histórica, y muy superior al del consumo nominal, que avanzó un 6,1% (véase el segundo gráfico). El aumento de la RBD se situó claramente por encima de la inflación (3,5%) y del pujante crecimiento en el número de hogares (1,4%), lo que permitió una notable recuperación del poder adquisitivo perdido con el *shock* inflacionista desatado en 2022. No olvidemos que en 2022 la RBD creció un 4,1% interanual, pero la inflación se situó en el 8,5%, y el número de hogares creció en un 1,6%.

El dinamismo de la RBD superó todas las expectativas gracias a un avance de la remuneración de los asalariados de un notable 8,8% interanual, reflejo de la intensa creación de empleo en 2023 –con un aumento del número de asalariados del 3,4%–, y de un mayor dinamismo salarial que atestigua el aumento del 5,4% en la remuneración por trabajador. Otros componentes de la renta bruta que también contribuyeron al avance de la renta fueron las prestaciones sociales, que aumentaron un +9,9% interanual, impulsadas por la revalorización de las pensiones del 8,4%, los ingresos de los autónomos y las rentas netas de la propiedad recibidas gracias al aumento del cobro de dividendos y otras rentas de inversión. Todo ello ha más que compensado los mayores pagos netos por intereses, que han ascendido a 16.600 millones de euros, lo que representa un aumento de 5.200 millones respecto al 2022, y a la contribución negativa de los impuestos directos y las cotizaciones sociales (véase el tercer gráfico).

El año 2023 ha sido el primero en el que la RBD real por hogar ha superado el nivel prepandemia; mientras que en 2022 esta variable se situaba todavía un 4,4% por debajo del nivel de 2019, en 2023 ya se situó un 1,5% por encima, como se observa en el cuarto gráfico.

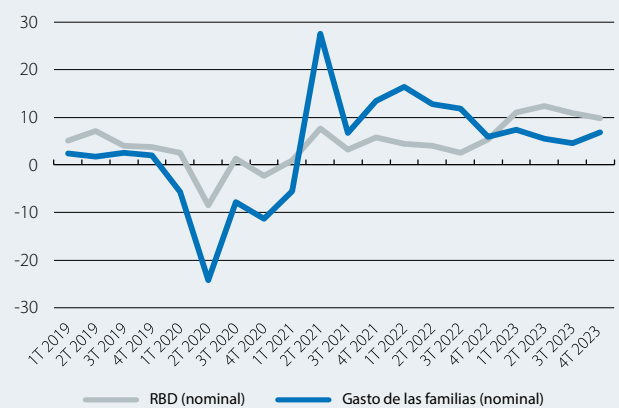
**España: tasa de ahorro de los hogares**  
(% de la RBD)



*Nota:* Acumulado de 4 trimestres.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: renta bruta disponible y consumo nominal de los hogares**

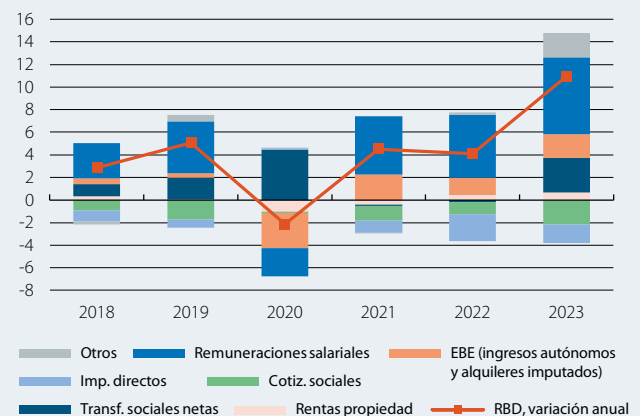
Variación interanual (%)



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

**España: renta bruta disponible de los hogares**

Variación anual (%) y contribuciones (p. p.)



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

De cara a este año, se espera que el crecimiento de la RBD siga siendo dinámico gracias a la fortaleza que está exhibiendo el mercado laboral y al aumento de los ingresos por pensiones, que se estima en torno al 6%, cuando se tiene en cuenta la entrada de nuevos pensionistas. De hecho, un dato de cierre de 2023 más positivo de lo esperado junto con los buenos datos de mercado laboral en el 1T 2024 apuntan a que el crecimiento de la RBD podría situarse cerca del 6,0% este año. Así, si el gasto de los hogares mantiene un ritmo de avance similar al de 2023, la tasa de ahorro se mantendría en cotas similares a las del año pasado.

**Consecuencias y destinos del mayor ahorro**

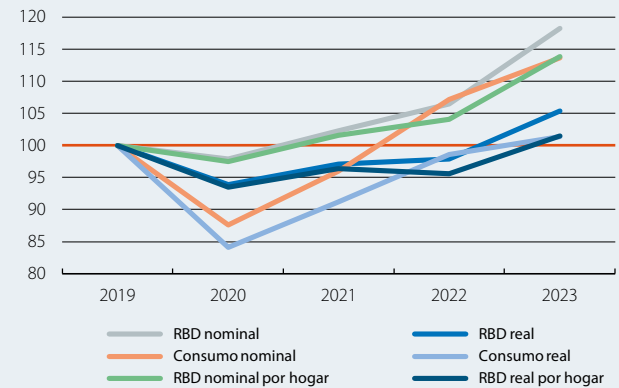
La capacidad de financiación de los hogares aumentó significativamente en 2023, pasando de 2.500 millones de euros en 2022 a 42.361 millones en 2023. Los motivos de este aumento fueron el mayor ahorro y el estancamiento de la inversión realizada por las familias (véase el quinto gráfico): la formación bruta de capital fijo, que incluye la compra de inmuebles (nueva construcción) e inversiones de autónomos en activos físicos, fue en 2023 de 59.800 millones de euros, solamente 800 millones más que en 2022, en un contexto de mayores tipos de interés.

Asimismo, la riqueza financiera de las familias continuó aumentando en 2023: sus activos financieros ascendían a finales de 2023 a 2,83 billones de euros frente a los 2,67 billones de finales de 2022. Este aumento de 159.000 millones se desglosa en una adquisición neta de activos financieros por importe de 39.000 millones de euros, superior a los 21.500 millones de promedio del periodo 2015-2019 en el que los tipos de interés eran muy bajos, y un efecto revalorización de 120.000 millones (véase el sexto gráfico). Cuando analizamos el desglose de la adquisición neta de activos, se observa desde finales de 2022 un mayor apetito hacia instrumentos que han aumentado su rentabilidad a lomos de la subida de tipos, como las letras del Tesoro y los fondos de inversión. En concreto, los hogares invirtieron en valores de deuda, la mayoría pública, por valor de 22.850 millones de euros, y en participaciones en capital y fondos de inversión por importe de 20.250 millones.

En cuanto a la estructura de esta riqueza, sigue dominada por las participaciones en capital y fondos de inversión, cuyo peso se situó en el 45,6% del total, 2 puntos más que el año anterior (véase el séptimo gráfico). Por detrás se sitúan los depósitos bancarios, cuyo peso fue del 35,9%, algo más de 2 puntos menos que el año anterior pero todavía una cota superior al promedio 2015-2019, que se sitúa en el 34,4%. Por el contrario, seguros y fondos de pensiones aumentaron ligeramente su peso respecto a 2022 hasta el 12,7% del total, pero continúan por debajo del promedio 2015-2019, que se emplaza en el 15,2%.

**España: renta bruta disponible y consumo de los hogares**

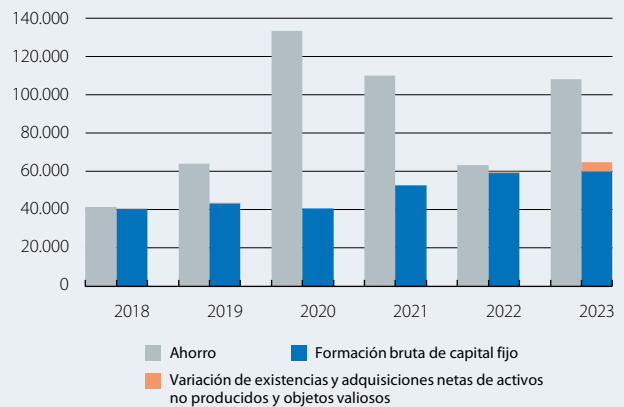
Índice (100 = 2019)



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

**España: ahorro e inversión de los hogares**

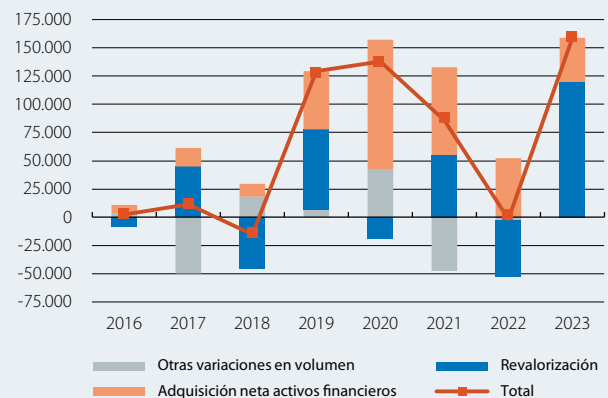
(Millones de euros)



*Nota:* La inversión es la suma de la formación bruta de capital fijo (adquisición de vivienda nueva e inversiones de autónomos en maquinaria y autos) y de la variación de existencias, adquisición neta de activos valiosos y adquisición neta de activos no producidos.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: variación de activos financieros de los hogares**

Variación anual (millones de euros)



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

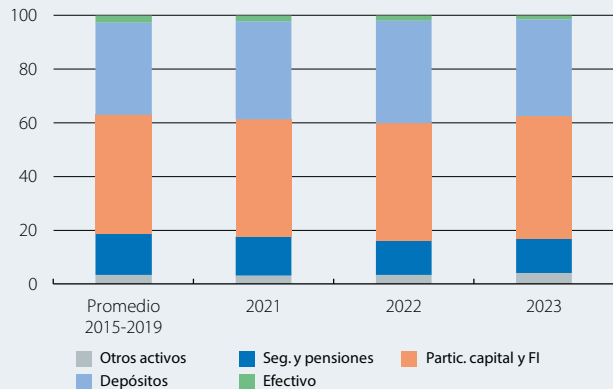
Por otro lado, las familias continuaron desapalancándose en 2023 y, al cierre del año, los pasivos financieros<sup>1</sup> de los hogares se situaron en el 51,0% del PIB frente al 56,7% en 2022. Se trata del registro más bajo desde el 1T 2001 (véase el último gráfico). Este descenso captura, en conjunción con el aumento del PIB nominal, que en el conjunto de 2023 las familias realizaron una amortización neta de sus pasivos por valor de 8.500 millones, lo que contrasta con una adquisición neta de pasivos de +39.700 millones en 2022 y +25.860 millones en 2021. En otras palabras, en un contexto de mayores tipos de interés, los hogares han reducido sus posiciones deudoras. A ello han contribuido también las amortizaciones hipotecarias anticipadas ante el alza de tipos: en particular, el Banco de España<sup>2</sup> estima que, para el quintil de hogares de mayores ingresos, las amortizaciones anticipadas en 2023 fueron del 5% de su saldo vivo hipotecario a tipo variable.

Debido a esta notable caída de los pasivos financieros en porcentaje del PIB en 2023, se produjo un ligero aumento de la posición financiera neta de las familias de 0,9 puntos respecto a 2022, hasta el 142,8% del PIB; una ratio que, en todo caso, supera notablemente la registrada en 2019 (136%).

En definitiva, la buena marcha del mercado laboral ha permitido un fuerte avance de la RBD de los hogares en 2023. Este avance, junto a un comportamiento más moderado del gasto, ha permitido aumentar de manera notable la capacidad de financiación de las familias, que se ha destinado tanto a la adquisición de activos financieros como a amortizar deuda. De este modo, los hogares empiezan 2024 con un balance financiero más sólido y que debería ofrecer un punto de apoyo para el avance de la actividad en el año.

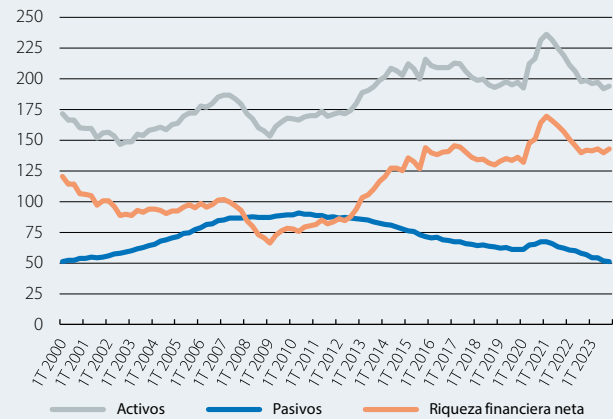
Javier Garcia-Arenas

### España: estructura de la riqueza financiera de los hogares (% sobre el total)



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

### España: balance financiero de los hogares (% del PIB)



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

1. Los pasivos financieros incluyen el saldo vivo de los préstamos bancarios, créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago (intereses de préstamos devengados, impuestos y cotizaciones pendientes de pago).  
 2. Véase el [Informe de Estabilidad Financiera](#) del Banco de España de abril de 2024.



## Las empresas españolas mantienen una posición financiera sólida

En España, las empresas, en conjunto, han sorteado con relativo éxito el impacto de los distintos *shocks* que han sacudido la economía en los últimos años, como la crisis derivada de la pandemia; el encarecimiento de los costes de producción, en especial los energéticos a raíz de la guerra en Ucrania; o el endurecimiento de la política monetaria del BCE. Los datos de cierre de 2023 confirman que, pese a la caída de su renta, las empresas han seguido generando capacidad de financiación y reduciendo su endeudamiento hasta mínimos de más de dos décadas.

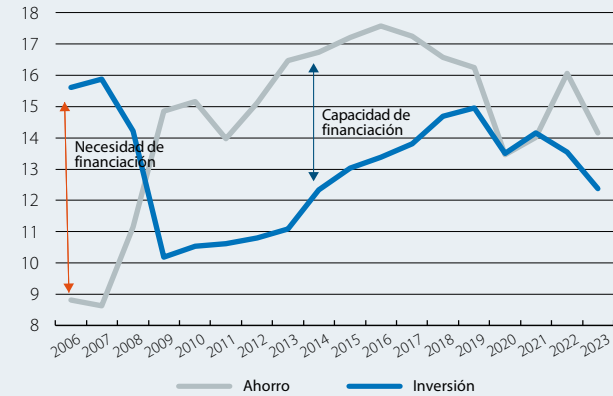
Tras dos años de fuerte crecimiento, en 2023 la renta disponible empresarial<sup>1</sup> se redujo un 4,3% interanual, ya que el aumento del beneficio de explotación<sup>2</sup> (3,6%) fue ampliamente superado por el mayor pago de impuestos sobre la renta de las sociedades (21%) y, sobre todo, por el aumento de las rentas netas de la propiedad a pagar (42,3%), tanto por intereses<sup>3</sup> como por dividendos. Pese a la caída de la renta disponible, las empresas continuaron generando capacidad de financiación –lo que viene sucediendo de forma ininterrumpida desde 2009–, ya que la inversión también se contrajo un 0,7% interanual, hasta el 12,4% del PIB (13,5% en 2022): dicha capacidad ascendió a 32.028 millones de euros (2,2% del PIB), tal como puede verse en el primer gráfico.

¿Cómo han empleado las empresas esta capacidad de financiación? A la vista de los datos proporcionados por las cuentas financieras del Banco de España, se ha destinado exclusivamente a desapalancarse y no a la adquisición de activos financieros. Vayamos por partes: en primer lugar, el endeudamiento consolidado (sin la deuda entre empresas) se redujo en 2023, por segundo año consecutivo, en 11.866 millones de euros (-1,2%) hasta un total de 946.529 millones, cantidad equivalente al 64,7% del PIB, 6,5 puntos menos que el año anterior. Se trata de la ratio más baja desde 2001, casi 3 puntos inferior al promedio de la eurozona y muy lejos de los máximos de 2009-2010, cuando rozó el 120%<sup>4</sup> (véase el segundo gráfico). De este modo, el año pasado prosiguió el desapalancamiento empresarial, iniciado en 2010 e interrumpido abrupta-

1. Renta después del pago de impuestos y del reparto de dividendos, equivalente al ahorro empresarial.
2. Excedente bruto de explotación (EBE).
3. Aunque crecieron más los intereses cobrados, el volumen de los pagados es mayor: antes de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI), los cobrados crecieron un 226% hasta 14.046 millones de euros, mientras que los pagados ascendieron a 40.178 millones. De este modo, los pagos por intereses se situaron por encima del 16% del EBE en el 4T 2023, casi duplicando el registro del año anterior. En todo caso, los efectos adversos asociados a los mayores gastos por intereses fueron, en general, limitados. Véase Banco de España (2024): [Informe de Estabilidad Financiera, primavera 2024](#), y Banco de España (2023): «[El efecto de la subida de los tipos de interés sobre la presión financiera de las empresas](#)», Recuadro 2, Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas, 2.º semestre de 2023.
4. En términos no consolidados, la ratio de deuda se situó en el 81,7% del PIB, frente al 92,2% de 2022, 13,7 puntos por debajo de la media de la eurozona.

### España: ahorro e inversión de las empresas no financieras

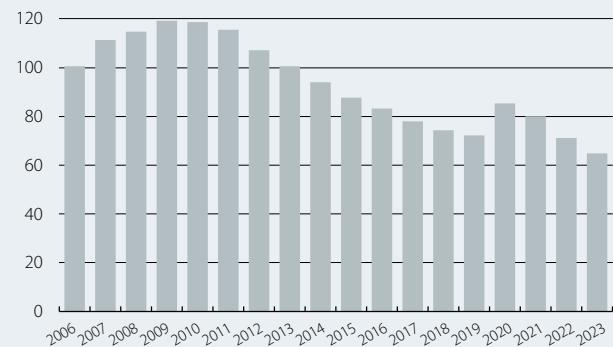
(% del PIB)



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

### España: deuda consolidada de las empresas no financieras

(% del PIB)

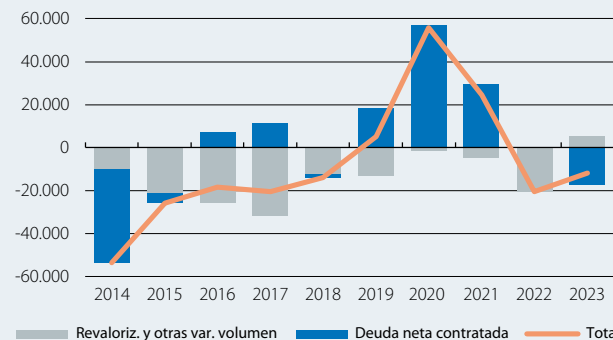


Nota: Deuda materializada en valores representativos de deuda y en préstamos; excluida la deuda frente a otras empresas.

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

### España: variación de la deuda consolidada de las empresas no financieras

(Millones de euros)



Nota: Deuda materializada en préstamos y valores representativos de deuda; excluida la deuda frente a otras empresas.

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

mente en 2020 por la pandemia. Ello fue gracias tanto al fuerte incremento del PIB nominal (denominador), un 8,6%, como al descenso del saldo de deuda (numerador). Esta caída del saldo de deuda en 11.866 millones corresponde con una deuda neta contraída negativa de 17.262 millones de euros, lo que supone la mayor amortización de deuda desde 2014, la mayor parte materializada en préstamos (cerca del 70%), mientras que el resto fueron valores emitidos de renta fija (véase el tercer gráfico).

Como resultado de lo anterior, se confirma la tendencia que se viene observando en los últimos años hacia un menor protagonismo de los préstamos bancarios –de instituciones financieras monetarias, IFM– en la financiación de las empresas: en 2023 representaron el 47,3% de la deuda consolidada total, casi 5 puntos menos que antes de la pandemia (véase el cuarto gráfico). El menor recurso a estos préstamos está siendo reemplazado por la emisión de títulos de renta fija, adquiridos sobre todo por instituciones financieras y, fundamentalmente, préstamos concedidos por no residentes.

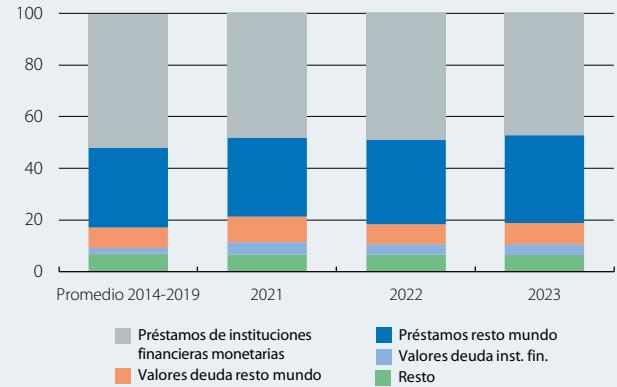
Por lo que respecta a los activos financieros de las empresas, se incrementaron en 2023 en 85.759 millones de euros (un 2,8% hasta 3,13 billones). Este aumento del saldo de activos se explica totalmente por la fuerte revalorización anotada (101.711 millones), sobre todo de acciones y fondos de inversión (FI), en línea con el incremento de las cotizaciones bursátiles, ya que la adquisición neta de activos fue negativa, de -16.234 millones (véase el quinto gráfico). Es decir, las empresas desinvertieron, algo que no se producía desde 2012: redujeron activos materializados en acciones y FI y, en especial, en préstamos. En cambio, aumentaron el efectivo, los depósitos y los títulos de renta fija.

En todo caso, la riqueza financiera de las empresas sigue materializándose mayoritariamente en participaciones en el capital de otras empresas y FI. Incluso se observa un aumento de su peso tras la pandemia hasta rozar el 57% del total, 2 puntos más que en el promedio de 2014-2019. También aumentan, aunque en menor medida, el efectivo y los depósitos, mientras que pierden relevancia los préstamos y otros activos, principalmente créditos comerciales (véase el último gráfico).

En definitiva, en un contexto marcado por la resiliencia de la actividad económica, unas condiciones de financiación que irán relajándose progresivamente y un despliegue de los fondos NGEU que deberá intensificarse, todo apunta a que las empresas mantendrán en 2024 su fortaleza financiera a nivel agregado. A este respecto, el porcentaje de empresas con endeudamiento elevado se redujo hasta el 18,2% al cierre de 2023, frente al 20% del año anterior. Todo ello debería favorecer la reactivación de la inversión, el componente de la demanda más rezagado respecto a los niveles prepandemia y cuyo despegue definitivo se antoja imprescindible para prolongar el actual ciclo expansivo.

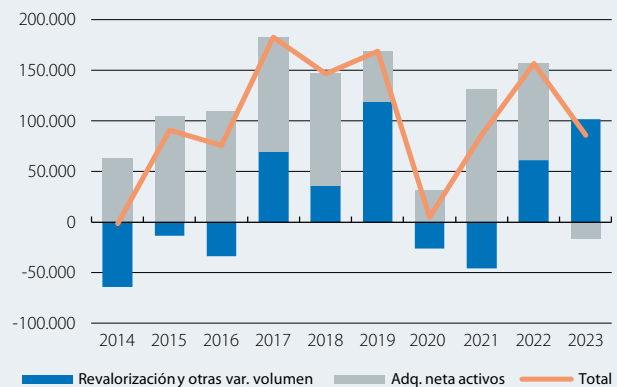
Sergio Díaz Valverde

**España: estructura de la deuda consolidada de las empresas no financieras (% sobre el total)**



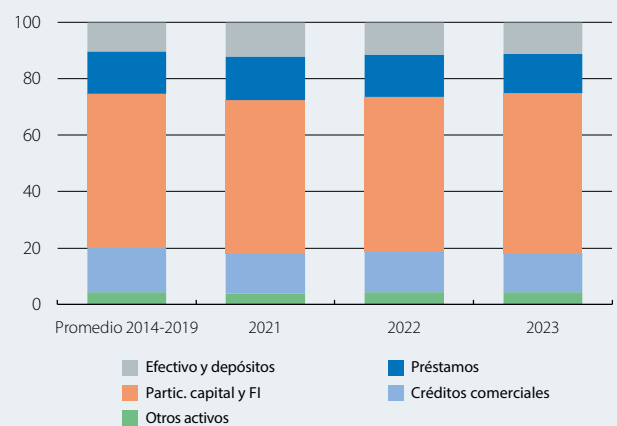
*Nota:* Excluida la deuda frente a otras empresas.  
*Fuente:* CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

**España: variación anual de los activos financieros de las empresas no financieras (Millones de euros)**



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

**España: estructura de los activos financieros de las empresas no financieras (% sobre el total)**



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

## Informe sobre Envejecimiento 2024 y reforma de pensiones: todo lo que necesitas saber (y un poquito más)

La reciente publicación del *Informe sobre Envejecimiento 2024 (Ageing Report 2024)* de la Comisión Europea es un hito relevante para la evaluación que está prevista en 2025 de la reforma de pensiones 2021-2023 y que determinará si es necesario tomar medidas adicionales para asegurar la sostenibilidad del sistema.

Recordemos las reglas del juego: el Gobierno se comprometió con la Comisión Europea en el marco del Plan de Recuperación a que el gasto promedio en pensiones en 2022-2050 no superaría el 13,3% del PIB más la aportación promedio de las medidas que tomó para aumentar los ingresos en las reformas de 2021-2023.<sup>1</sup>

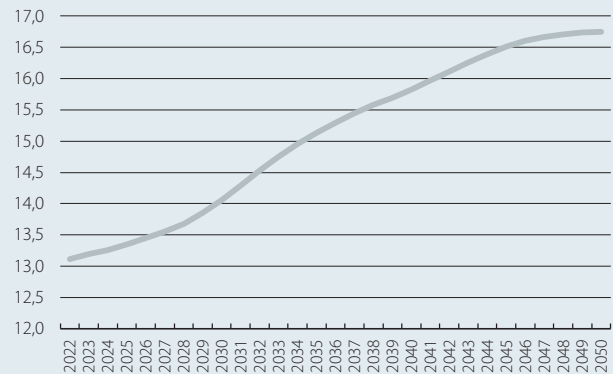
Esta regla parece compleja, pero en realidad es muy intuitiva: el 13,3% es un registro muy similar al gasto en pensiones en porcentaje del PIB de 2022. A partir de ahí, la regla dice: si quieres aumentar el gasto respecto a los niveles actuales en porcentaje del PIB, lo tienes que compensar con medidas de ingresos de una cuantía similar para que el déficit del sistema de pensiones no aumente.

La regla de gasto de las pensiones contempla que la AIReF dé una estimación definitiva en 2025 de la aportación prevista de estas medidas de ingresos y que, tomando en consideración la estimación de gasto que haya hecho el último informe sobre envejecimiento (el actual, pues el próximo no saldrá hasta 2027), dictamine si son necesarios ajustes para cumplir el compromiso del Gobierno. Así que, a falta de conocer la estimación de AIReF, dicho informe ya ofrece la estimación de gasto en pensiones que se utilizará: en concreto, un 15,1% del PIB<sup>2</sup> en el promedio 2022-2050.

Se trata de un gasto promedio mayor del que tendríamos en un escenario sin las reformas del sistema de pensiones de 2021-2023 (véase el segundo gráfico), por el aumento del gasto que supone la indexación de pensiones con la inflación y la eliminación del factor de sostenibilidad.<sup>3</sup> Sin embargo, estas reformas no son el principal factor del aumento de gasto en pensiones en porcentaje del PIB. En realidad, será la demografía adversa, especialmente has-

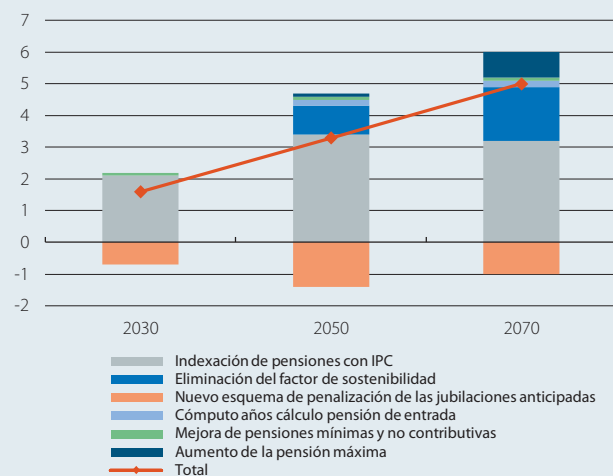
1. Aumento del tipo de cotización en 1,2 puntos en 2029 empezando por 0,6 en 2023 (el llamado mecanismo de equidad intergeneracional), aumento de las bases de cotización, contribución de «solidaridad» para rentas altas y nuevo régimen de cotización para autónomos.  
 2. Habrá que ver si se toma el 15,1% o se actualiza ligeramente en función de los datos macroeconómicos que irán saliendo en el próximo año (en el informe se utilizan las previsiones de la Comisión Europea de otoño de 2023).  
 3. Este mecanismo ligaba automáticamente el aumento de la pensión a la esperanza de vida, lo que aseguraba el equilibrio de las cuentas de la Seguridad Social a largo plazo, pero suponía un recorte en la pensión inicial en un rango que iba del 2% para una persona que tenga hoy 60 años a un 10% para una persona que tenga hoy 25 años.

### España: gasto en pensiones (% del PIB)



**Nota:** Incluye, aparte de las pensiones contributivas, las clases pasivas y las pensiones no contributivas.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Ageing Report 2024 (Comisión Europea).

### España: aumento del gasto en pensiones respecto al escenario prerreformas y contribuciones de elementos de las reformas (% del PIB)



**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Ageing Report 2024 (Comisión Europea).

ta 2050, el principal factor que explique el aumento del gasto: la Comisión estima que la demografía tendrá una contribución al alza sobre el gasto en pensiones de +10,5 p. p. entre 2022 y 2050, lo cual se verá parcialmente compensado por la caída prevista de la ratio de sustitución (la ratio entre la pensión media y el salario medio pasará del 64% actual al 56% en 2050), por el aumento de la tasa de empleo y por los incentivos a demorar la edad de jubilación. La razón de la importancia de la demografía es que en 2022-2050 aumentará mucho el número de jubilados y ese aumento no se verá compensado por las nuevas entradas en el mercado laboral, incluso con flujos migratorios dinámicos. Sirva de referencia que la Comisión pro-

yecta que la ratio entre la población mayor de 64 años y la población entre 20 y 64 años pasará del 0,33 actualmente al 0,64 en 2050, nivel en el que se estabilizará entre 2050 y 2070.

En caso de que la AIReF encuentre que hay un desequilibrio entre ingresos y gastos, el Gobierno deberá plantear un menú de medidas que la AIReF evaluará. Esas conclusiones deberán servir para que el Gobierno negocie con los agentes sociales una propuesta al Pacto de Toledo, ya sea de incremento de ingresos, ya sea de reducción de gasto o una combinación de ambos. El Gobierno deberá enviar un proyecto de ley en 2025 a las Cortes y, en caso de no ser aprobado, la cotización del Mecanismo de Equidad Intergeneracional aumentará linealmente durante cinco años para compensar el exceso estimado por la AIReF.

### Epílogo: tres ejemplos de cómo funciona la regla de gasto

Para ver en la práctica cómo funciona la regla de gasto de pensiones, un ejemplo (o en este caso, tres) vale más que mil palabras. Comparamos qué ajuste marcaría la regla de gasto a partir de las proyecciones de gasto del *Informe sobre Envejecimiento 2024* y las proyecciones de ingresos del propio informe, las de AIReF realizadas en primavera de 2023 y las del *Informe de sostenibilidad de pensiones de otoño 2023* del Ministerio de Seguridad Social (MISMM).

El *Informe sobre Envejecimiento* prevé un gasto medio en pensiones en 2022-2050 del 15,1% del PIB. No menciona explícitamente su estimación de la aportación de las medidas de ingresos, pero sí que contempla un aumento de los ingresos por cotizaciones del 1,2% del PIB en el promedio 2022-2050, que previsiblemente provienen en su mayor parte de estas nuevas medidas.<sup>4</sup> Con esa cifra, el gasto en pensiones máximo en el promedio 2022-2050 sería de 13,3%+1,2% o, lo que es lo mismo, un 14,5% del PIB. Este 14,5% compara con el gasto promedio del 15,1% previsto en el *Informe sobre Envejecimiento*, lo que obligaría a tomar medidas adicionales para enjugar esta desviación del 0,6% del PIB (8.800 millones de euros).

Por su parte, la AIReF cuantificó inicialmente hace un año (antes de la revisión de la serie histórica del PIB del INE el pasado otoño y de los buenos datos del último año para el mercado laboral) el impacto de las nuevas medidas de ingresos en un 1,0% del PIB, lo que permitiría un gasto en pensiones del 14,3% del PIB (13,3%+1%). Así las cosas, y de nuevo comparando con el 15,1% de gasto que da el *Informe sobre Envejecimiento* y que coincide con el estimado por la AIReF hace un año, el ajuste sería del 0,8% de PIB (11.700 millones de euros).

4. En los informes sobre envejecimiento anteriores, los ingresos por cotizaciones en porcentaje del PIB se mantenían planos en todo el horizonte de proyección, dado que no incorporaban todavía las nuevas medidas.

### España: supuestos macroeconómicos subyacentes de las proyecciones del gasto en pensiones

|  | MISMM   | AIReF   | AR24    |
|--|---------|---------|---------|
| Crecimiento del PIB real 2023-2050 *                     | 1,9%    | 1,3%    | 1,2%    |
| Crecimiento productividad por hora trabajada 2023-2050 * | 1,5%    | 1,1%    | 1,2%    |
| Crecimiento empleo (horas) 2023-2050 *                   | 0,4%    | 0,2%    | 0%      |
| Flujos migratorios netos 2023-2050 *                     | 308.000 | 229.000 | 242.000 |
| Tasa de participación 2050 **                            | 84,0%   | 68,4%   | 82,2%   |
| Tasa de paro 2050 ***                                    | 5,5%    | 7,0%    | 6,6%    |

**Notas:** \* Crecimiento medio anual entre 2023 y 2050. \*\* La tasa de participación de AIReF no es comparable con la del MISMM y la del AR24 dado que es entre un rango entre 15 y 74 años, mientras que las del MISMM y el AR21 son entre 20 y 64 años. \*\*\* La tasa de paro de AIReF es entre 15 y 74 años y las del AR24 y MISMM entre 20 y 64 años.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos y proyecciones del Ageing Report 2024 (Comisión Europea), el Informe de sostenibilidad de pensiones del MISMM de otoño de 2023 y los documentos técnicos de AIReF.

Finalmente, el MISMM cuantificó las nuevas medidas de ingresos en un 1,7% del PIB, lo que significa que se podría gastar en pensiones hasta 13,3%+1,7% = 15,0% del PIB. Cogiendo la referencia de gasto del *Informe sobre Envejecimiento* del 15,1%, el ajuste a realizar sería mínimo. Cabe destacar que este 1,7% se sitúa en la banda alta de las distintas estimaciones realizadas y refleja un escenario macroeconómico más optimista que el del *Informe sobre Envejecimiento*, con un mayor crecimiento potencial, mayores flujos migratorios netos y una tasa de actividad más dinámica (véase la tabla con las diferencias).

En definitiva, para saber si habrá que tomar medidas adicionales sobre pensiones en 2025, necesitamos solo dos números. Uno es el gasto en pensiones promedio 2022-2050 proveído por el *Informe sobre Envejecimiento*, y ese ya lo tenemos. Y el otro es la estimación final de la AIReF sobre el impacto promedio en el mismo horizonte de las medidas de ingresos de las reformas de pensiones recientes, y lo sabremos de aquí a un año.

Javier Garcia-Arenas

## 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    | 02/24    | 03/24    | 04/24    |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|----------|----------|
| <b>Industria</b>                                   |            |            |            |            |            |            |          |          |          |
| Índice de producción industrial                    | 2,2        | -1,1       | -2,3       | -2,2       | -0,5       | -          | 1,5      | ...      | ...      |
| Indicador de confianza en la industria (valor)     | -0,8       | -6,5       | -5,2       | -8,2       | -8,1       | -5,2       | -4,6     | -5,7     | -4,4     |
| PMI de manufacturas (valor)                        | 51,0       | 48,0       | 48,5       | 47,3       | 45,9       | 50,7       | 51,5     | 51,4     | 52,2     |
| <b>Construcción</b>                                |            |            |            |            |            |            |          |          |          |
| Visados de obra nueva (acum. 12 meses)             | 15,4       | 1,2        | 1,7        | 4,3        | 0,6        | -          | -0,8     | ...      | ...      |
| Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)          | 29,0       | 0,3        | 3,3        | -3,2       | -9,0       | -          | -9,5     | ...      | ...      |
| Precio de la vivienda                              | 7,4        | 4,0        | 3,6        | 4,5        | 4,2        | ...        | -        | -        | -        |
| <b>Servicios</b>                                   |            |            |            |            |            |            |          |          |          |
| Turistas extranjeros (acum. 12 meses)              | 129,8      | 18,9       | 40,7       | 21,9       | 18,9       | 15,8       | 16,2     | 15,8     | ...      |
| PMI de servicios (valor)                           | 52,5       | 53,6       | 56,0       | 50,9       | 51,2       | 54,3       | 54,7     | 56,1     | 56,2     |
| <b>Consumo</b>                                     |            |            |            |            |            |            |          |          |          |
| Ventas comercio minorista <sup>1</sup>             | 2,3        | 2,5        | 2,5        | 2,1        | 2,8        | 0,9        | 1,8      | 0,6      | ...      |
| Matriculaciones de automóviles                     | -3,0       | 18,5       | 9,9        | 6,9        | 11,9       | 4,2        | 9,9      | -4,7     | 23,1     |
| Indicador de confianza de los consumidores (valor) | -26,5      | -19,2      | -19,1      | -16,1      | -19,1      | -17,3      | -17,2    | -15,9    | -14,7    |
| <b>Merced de trabajo</b>                           |            |            |            |            |            |            |          |          |          |
| Población ocupada <sup>2</sup>                     | 3,6        | 3,1        | 3,2        | 3,4        | 3,6        | 3,0        | -        | -        | -        |
| Tasa de paro (% de la población activa)            | 13,0       | 12,2       | 11,7       | 11,9       | 11,8       | 12,3       | -        | -        | -        |
| Afiliados a la Seguridad Social <sup>3</sup>       | 3,9        | -          | 2,8        | 2,7        | 2,6        | 2,6        | 2,7      | 2,6      | 2,4      |
| <b>PIB</b>   | <b>5,8</b> | <b>2,5</b> | <b>2,0</b> | <b>1,9</b> | <b>2,1</b> | <b>2,4</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> |

## Precios

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

|            | 2022 | 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 1T 2024 | 02/24 | 03/24 | 04/24 |
|------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General    | 8,4  | 3,6  | 3,1     | 2,8     | 3,3     | 3,1     | 2,8   | 3,2   | 3,3   |
| Subyacente | 5,1  | 6,1  | 6,2     | 6,0     | 4,5     | 3,5     | 3,5   | 3,3   | 2,9   |

## 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  | 02/24       | 03/24      | 04/24      |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------|-------------|------------|------------|
| <b>Comercio de bienes</b>                            |             |             |             |             |             |          |             |            |            |
| Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | 22,9        | -1,4        | 12,3        | 4,5         | -1,4        | -        | -3,7        | ...        | ...        |
| Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | 33,4        | -7,2        | 10,7        | -1,2        | -7,2        | -        | -8,3        | ...        | ...        |
| <b>Saldo corriente</b>                               | <b>8,2</b>  | <b>38,0</b> | <b>28,7</b> | <b>35,8</b> | <b>38,0</b> | <b>-</b> | <b>40,5</b> | <b>...</b> | <b>...</b> |
| Bienes y servicios                                   | 16,3        | 60,3        | 42,6        | 54,6        | 60,3        | -        | 62,5        | ...        | ...        |
| Rentas primarias y secundarias                       | -8,1        | -22,3       | -14,0       | -18,8       | -22,3       | -        | -22,0       | ...        | ...        |
| <b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b> | <b>20,7</b> | <b>53,9</b> | <b>42,6</b> | <b>50,0</b> | <b>53,9</b> | <b>-</b> | <b>55,7</b> | <b>...</b> | <b>...</b> |

## Crédito y depósitos de los sectores no financieros<sup>4</sup>

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

|  | 2022       | 2023        | 2T 2023     | 3T 2023     | 4T 2023     | 1T 2024     | 02/24       | 03/24       | 04/24      |
|--|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| <b>Depósitos</b>                         |            |             |             |             |             |             |             |             |            |
| Depósitos de hogares y empresas          | 4,9        | 0,6         | 0,4         | -0,3        | 0,4         | 2,4         | 2,2         | 3,4         | ...        |
| A la vista y ahorro                      | 7,9        | -4,5        | -4,0        | -6,9        | -7,6        | -6,6        | -7,0        | -5,2        | ...        |
| A plazo y preaviso                       | -19,7      | 51,9        | 40,1        | 69,5        | 90,4        | 103,7       | 109,2       | 95,7        | ...        |
| Depósitos de AA. PP.                     | 9,6        | 8,7         | 6,8         | 11,3        | 9,4         | 27,2        | 38,4        | 43,6        | ...        |
| <b>TOTAL</b>                             | <b>5,2</b> | <b>1,1</b>  | <b>0,8</b>  | <b>0,5</b>  | <b>1,0</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,6</b>  | <b>6,2</b>  | <b>...</b> |
| <b>Saldo vivo de crédito</b>             |            |             |             |             |             |             |             |             |            |
| Sector privado                           | 0,7        | -2,5        | -2,2        | -3,4        | -3,7        | -2,9        | -2,8        | -2,5        | ...        |
| Empresas no financieras                  | 0,9        | -3,4        | -2,7        | -4,6        | -5,2        | -4,0        | -3,9        | -3,7        | ...        |
| Hogares - viviendas                      | 1,0        | -2,6        | -2,4        | -3,4        | -3,3        | -2,8        | -2,8        | -2,5        | ...        |
| Hogares - otras finalidades              | -0,6       | -0,2        | -0,4        | 0,0         | -0,5        | -0,1        | -0,1        | 0,3         | ...        |
| Administraciones públicas                | 0,2        | -3,4        | -3,3        | -4,6        | -5,5        | -2,9        | -1,8        | -4,7        | ...        |
| <b>TOTAL</b>                             | <b>0,7</b> | <b>-2,6</b> | <b>-2,3</b> | <b>-3,4</b> | <b>-3,8</b> | <b>-2,9</b> | <b>-2,8</b> | <b>-2,7</b> | <b>...</b> |
| <b>Tasa de morosidad (%)<sup>5</sup></b> | <b>3,5</b> | <b>3,5</b>  | <b>3,5</b>  | <b>3,5</b>  | <b>3,6</b>  | <b>...</b>  | <b>3,6</b>  | <b>...</b>  | <b>...</b> |

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 comenzó 2024 más fuerte de lo esperado

El PIB sorprende al alza en el 1T, con un crecimiento intertrimestral del 0,7%, según la primera estimación provisional realizada por el INE, superando así nuestra previsión del 0,4%, lo que introduce riesgos al alza en nuestra previsión para el conjunto del año, que se situaba en el 1,6%. Este comportamiento se correspondió con una aportación positiva al crecimiento trimestral de la demanda externa, mientras que la demanda interna se vio afectada negativamente por la caída de la inversión, si bien el consumo privado anotó una aceleración.

**La inflación retoma su senda de descenso.** La inflación general se moderó 1 décima hasta el 2,2% en abril y la subyacente hasta el 2,0%, desde el 2,5% en marzo. Sin embargo, la dinámica mensual de la inflación subyacente sigue siendo más elevada que el promedio de los últimos años antes de la pandemia, lo que puede estar relacionado con el mantenimiento de una elevada inflación en el componente de servicios. De cara a los próximos meses, no descartamos algún nuevo repunte de la inflación. De hecho, es previsible que en mayo los efectos base también se dejen sentir en la inflación de los productos alimenticios no elaborados y de la energía (en mayo de 2023 cayeron mensualmente un 2,3% y un 1,7%, respectivamente).

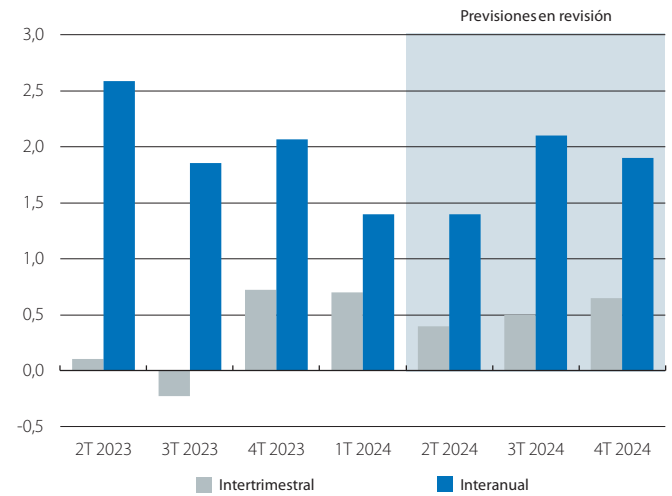
**El empleo continúa evolucionando positivamente** y manteniendo tasas de crecimiento cercanas al 2% interanual. A su vez, la tasa de desempleo se estabilizó en el 6,5% en marzo, por quinto mes consecutivo, y el paro registrado cayó en marzo por segundo mes consecutivo. En sentido negativo, las ofertas de empleo, pese a haberse recuperado en los primeros tres meses del año, se mantienen en niveles muy bajos.

**El déficit comercial con el exterior continúa reduciéndose.** La publicación de la estimación de exportaciones e importaciones de bienes en el 1T sugiere que, en términos nominales, el déficit comercial se ha reducido un 12% interanual y se ha situado cerca de los 5.800 millones de euros. Este comportamiento se ha debido a la notable debilidad de las importaciones, condicionadas principalmente por la corrección de los precios de los bienes energéticos, mientras que las exportaciones de bienes habrían registrado una contracción.

**Buen cierre del sector turístico en el 1T.** En los tres primeros meses del año se registraron 5,5 millones de huéspedes y 13,4 millones de pernoctaciones en establecimientos de alojamiento turístico, lo que supone un crecimiento del 7,7% y 7,1% respecto al mismo periodo de 2023, respectivamente. Este buen comportamiento estuvo influido en parte por el efecto calendario, dado que este año el periodo vacacional asociado a Semana Santa cayó a finales de marzo, mientras que el año pasado fue en abril. El crecimiento fue mayor entre los no residentes (+8,7% en el caso de las pernoctaciones) que entre los residentes (+3,9% en pernoctaciones). Entre los no residentes, los británicos fueron el principal mercado, concentrando el 16% de las pernoctaciones, si bien los norteamericanos registraron una de las mayores tasas de crecimiento (+18% respecto al 1T 2023).

### Portugal: PIB

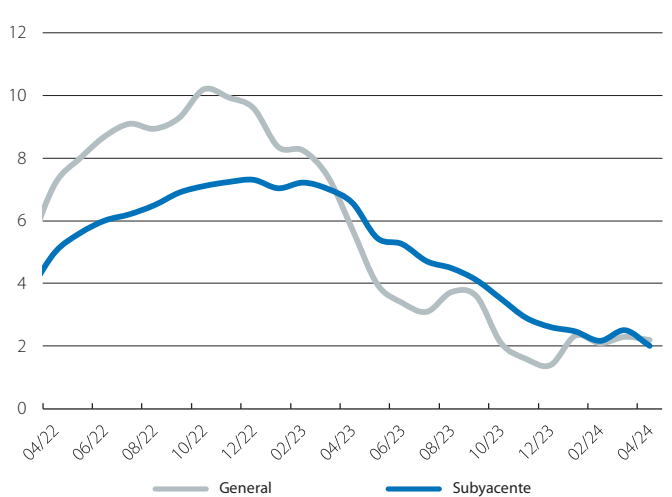
Variación (%)



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

### Portugal: IPC

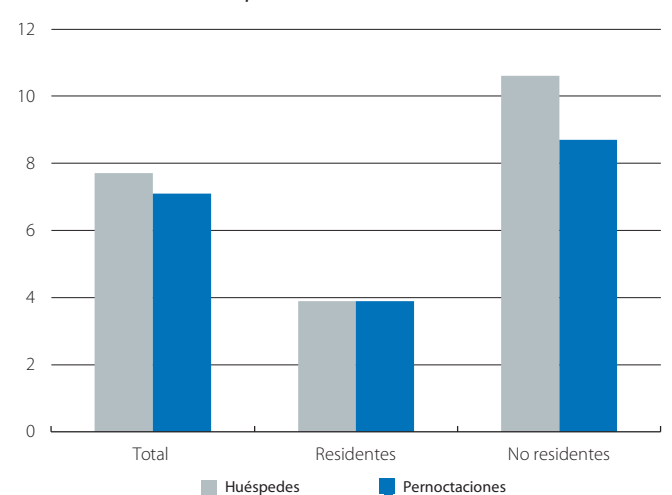
Variación interanual (%)



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

### Portugal: huéspedes y pernoctaciones

Variación del 1T 2024 respecto al 1T 2023 (%)



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



**Indicadores de actividad y empleo**

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

|   | 2022       | 2023       | 2T 2023    | 3T 2023    | 4T 2023    | 1T 2024    | 02/24    | 03/24    | 04/24    |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------|----------|----------|
| Índice coincidente de actividad                                 | 5,7        | 3,3        | 3,6        | 3,3        | 2,7        | 2,3        | 2,3      | 2,2      | ...      |
| <b>Industria</b>  |            |            |            |            |            |            |          |          |          |
| Índice de producción industrial                                 | 0,8        | -3,1       | -5,4       | -4,5       | -3,5       | 1,1        | 0,8      | 3,5      | ...      |
| Indicador de confianza en la industria (valor)                  | -3,4       | -7,4       | -5,6       | -9,4       | -9,5       | -7,5       | -7,7     | -6,6     | -6,2     |
| <b>Construcción</b>   |            |            |            |            |            |            |          |          |          |
| Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas) | 6,2        | 5,8        | 1,3        | 9,7        | 2,2        | ...        | -9,8     | ...      | ...      |
| Compraventa de viviendas  | 1,3        | -18,7      | -22,9      | -18,9      | -11,4      | ...        | -        | -        | -        |
| Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)        | 13,8       | 9,1        | 9,1        | 8,1        | 6,4        | 5,5        | 5,5      | 6,5      | ...      |
| <b>Servicios</b>  |            |            |            |            |            |            |          |          |          |
| Turistas extranjeros (acum. 12 meses)                           | 158,9      | 19,1       | 52,6       | 24,9       | 19,1       | 13,1       | 14,5     | 13,1     | ...      |
| Indicador de confianza en los servicios (valor)                 | 15,1       | 7,5        | 13,4       | 5,8        | -0,2       | 6,9        | 7,1      | 8,7      | 8,4      |
| <b>Consumo</b>  |            |            |            |            |            |            |          |          |          |
| Ventas comercio minorista                                       | 5,5        | 1,1        | 1,8        | 0,6        | 0,6        | 1,4        | 2,6      | 1,4      | ...      |
| Indicador coincidente del consumo privado                       | 3,9        | 2,5        | 2,8        | 2,8        | 2,4        | 2,4        | 2,4      | 2,6      | ...      |
| Indicador de confianza de los consumidores (valor)              | -29,7      | -28,6      | -29,4      | -22,8      | -27,2      | -24,6      | -24,4    | -22,6    | -20,4    |
| <b>Mercado de trabajo</b>                                       |            |            |            |            |            |            |          |          |          |
| Población ocupada   | 2,2        | 2,0        | 2,8        | 2,2        | 1,6        | ...        | 1,9      | 2,0      | ...      |
| Tasa de paro (% de la población activa)                         | 6,2        | 6,5        | 6,1        | 6,1        | 6,6        | ...        | 6,6      | 6,5      | ...      |
| <b>PIB</b>  | <b>6,8</b> | <b>2,3</b> | <b>2,6</b> | <b>1,9</b> | <b>2,1</b> | <b>1,4</b> | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>-</b> |

**Precios**

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

|            | 2022 | 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 4T 2023 | 1T 2024 | 02/24 | 03/24 | 04/24 |
|------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| General    | 7,8  | 4,4  | 4,4     | 3,5     | 1,7     | 2,2     | 2,1   | 2,3   | 2,2   |
| Subyacente | 5,6  | 5,1  | 5,7     | 4,4     | 3,0     | 2,3     | 2,1   | 2,5   | 2,0   |

**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    | 02/24      | 03/24      | 04/24      |
|--|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Comercio de bienes</b>                            |             |            |            |            |            |            |            |            |            |
| Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | 23,2        | -1,1       | 11,8       | 3,0        | -1,1       | ...        | -2,2       | ...        | ...        |
| Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses) | 31,7        | -4,2       | 12,5       | 1,1        | -4,2       | ...        | -5,5       | ...        | ...        |
| <b>Saldo corriente</b>                               | <b>-2,8</b> | <b>3,6</b> | <b>1,5</b> | <b>4,1</b> | <b>3,6</b> | <b>...</b> | <b>4,6</b> | <b>...</b> | <b>...</b> |
| Bienes y servicios                                   | -4,7        | 3,3        | -0,3       | 2,1        | 3,3        | ...        | 4,1        | ...        | ...        |
| Rentas primarias y secundarias                       | 1,9         | 0,4        | 1,9        | 2,0        | 0,4        | ...        | 0,6        | ...        | ...        |
| <b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b> | <b>-0,5</b> | <b>7,2</b> | <b>4,5</b> | <b>7,3</b> | <b>7,2</b> | <b>...</b> | <b>8,4</b> | <b>...</b> | <b>...</b> |

**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     | 02/24       | 03/24       | 04/24      |
|---|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| <b>Depósitos <sup>1</sup></b>             |            |             |             |             |             |             |             |             |            |
| Depósitos de hogares y empresas           | 6,4        | -2,3        | -2,1        | -2,6        | -2,3        | 2,7         | 1,0         | 2,7         | ...        |
| A la vista y ahorro                       | 7,3        | -14,8       | -9,0        | -9,4        | -14,8       | -11,2       | -13,6       | -11,2       | ...        |
| A plazo y preaviso                        | 5,2        | 14,8        | 7,5         | 6,9         | 14,8        | 20,2        | 20,1        | 20,2        | ...        |
| Depósitos de AA. PP.                      | 12,4       | -12,4       | 1,4         | 5,5         | -12,4       | 9,1         | -4,4        | 9,1         | ...        |
| <b>TOTAL</b>                              | <b>6,5</b> | <b>-2,6</b> | <b>-2,0</b> | <b>-2,4</b> | <b>-2,6</b> | <b>2,9</b>  | <b>0,8</b>  | <b>2,9</b>  | <b>...</b> |
| <b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b> |            |             |             |             |             |             |             |             |            |
| Sector privado                            | 1,7        | -1,5        | -1,2        | -1,8        | -1,5        | -0,8        | -1,1        | -0,8        | ...        |
| Empresas no financieras                   | -0,6       | -2,1        | -3,5        | -3,5        | -2,1        | -1,9        | -2,0        | -1,9        | ...        |
| Hogares - viviendas                       | 3,2        | -1,5        | 0,1         | -0,9        | -1,5        | -0,8        | -1,2        | -0,8        | ...        |
| Hogares - otras finalidades               | 2,9        | 0,2         | 0,4         | -0,8        | 0,2         | 2,0         | 1,7         | 2,0         | ...        |
| Administraciones públicas                 | -2,7       | -5,5        | 0,6         | -1,4        | -5,5        | 5,9         | -3,2        | 5,9         | ...        |
| <b>TOTAL</b>                              | <b>1,6</b> | <b>-1,7</b> | <b>-1,1</b> | <b>-1,8</b> | <b>-1,7</b> | <b>-0,6</b> | <b>-1,2</b> | <b>-0,6</b> | <b>...</b> |
| <b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>  | <b>3,0</b> | <b>2,7</b>  | <b>3,1</b>  | <b>2,9</b>  | <b>2,7</b>  | <b>...</b>  | <b>-</b>    | <b>-</b>    | <b>-</b>   |

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.

## Conoce nuestras publicaciones:



### 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.

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

## Te recomendamos:

# Economía en tiempo real

Sigue la evolución de la economía española  
a través de nuestros indicadores en tiempo real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Síguenos en:



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

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

