IM01

INFORME MENSUAL
NÚMERO 496 | ENERO 2025

ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS
Los límites de la deuda

ECONOMÍA INTERNACIONAL
Exposición de la economía europea a un aumento de aranceles en EE. UU.: una mirada a través de las cadenas de valor

El nuevo marco de gobernanza económica de la UE

ECONOMÍA ESPAÑOLA

El repunte del ahorro: magnitud, distribución e importancia de la demografía

El apetito de los extranjeros por comprar una vivienda en España tras la pandemia

El turismo internacional de negocios desde la pandemia

CaixaBank Research

INFORME MENSUAL
Enero 2025

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

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

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

Fecha de cierre de esta edición:
7 de enero de 2025

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *Los límites de la deuda*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *Exposición de la economía europea a un aumento de aranceles en EE. UU.: una mirada a través de las cadenas de valor*
David Martínez Turégano

17 *El nuevo marco de gobernanza económica de la UE*
David Martínez Turégano y Rita Sánchez Soliva

22 ECONOMÍA ESPAÑOLA

24 *El repunte del ahorro: magnitud, distribución e importancia de la demografía*
Eduard Alcobé y Javier Garcia-Arenas

26 *El apetito de los extranjeros por comprar una vivienda en España tras la pandemia*
Judit Montoriol Garriga

28 *El turismo internacional de negocios desde la pandemia*
Pedro Álvarez Ondina

31 ECONOMÍA PORTUGUESA

2025, ¿de qué color serás?

La percepción que tenemos de la realidad económica a menudo contrasta con el mensaje que transmiten las grandes cifras macroeconómicas. La sensación general es que la economía no termina de arrancar. El color que mejor describe la situación de muchos hogares es, sin duda, el gris pesimista o el rojo crítico. Esto contrasta con la evolución más dinámica de los principales indicadores macroeconómicos, que podrían pintarse de un verde esperanzador.

Hasta la fecha, la economía española ha crecido, sobre todo, en volumen. A finales de 2024, se estima que en España había 1,7 millones de personas más que en 2019, un 3,8% más. Con más personas, es lógico que también haya más actividad económica. Esto explica, en gran medida, por qué el PIB se sitúa un 6,6% por encima de los registros de hace cinco años. Sin embargo, tras la crisis económica generada por la pandemia, la recuperación de muchos hogares españoles ha sido más modesta. De hecho, el consumo por hogar en términos reales se situaba un 1,5% por debajo de los niveles previos a la pandemia en el 3T 2024. Ello ayuda a explicar la aparente discrepancia entre la evolución de los principales indicadores macroeconómicos y la percepción de la situación económica de muchos hogares.

Esta distinta percepción podría cambiar en 2025, ya que las dinámicas que impulsarán el crecimiento económico deberían notarse en el bolsillo de los españoles. Por un lado, su poder adquisitivo debería consolidar su recuperación. Se espera que la inflación se estabilice alrededor del 2% este año, mientras que los salarios previsiblemente crecerán algo por encima. Concretamente, la renta bruta disponible por hogar podría crecer alrededor del 1,5% en términos reales este año.

A esto también ayudará la reducción de los tipos de interés. El euríbor a 12 meses empezó 2025 en el 2,5%, más de 1 p. p. por debajo de donde se situaba hace un año. Además, se espera que siga descendiendo en los próximos meses de la mano de la reducción de los tipos de interés que previsiblemente seguirá ejecutando el BCE. Para la economía española, esto es un importante punto de apoyo. Esto, junto con una posición financiera globalmente saneada, con niveles de deuda relativamente bajos tanto para empresas como para hogares, debería permitir que el consumo privado y la inversión crecieran alrededor del 3% este año. Así, 2025 podría ser el año en el que finalmente utilicemos el color verde para pintar las grandes cifras macroeconómicas y también la situación de los hogares.

Pero el gris pesimista también está presente en la paleta de colores con los que pintar 2025. Los principales retos provienen del exterior. Las exportaciones de bienes y servicios, tras unos años de elevado crecimiento, ya se encuentran en términos reales un 11,0% por encima de los niveles previos a la pandemia y se espera que normalicen su ritmo de avance. Sin embargo, esta desaceleración podría ser más brusca de lo esperado si finalmente la nueva Administración Trump cumple su promesa electoral y aumenta de forma generalizada los aranceles. Si esto sucede, no se puede descartar que se desate una guerra comercial a nivel global de la que nadie saldría ganando. Esperemos que al final los peores augurios no se cumplan.

A esto se añade la difícil situación económica de los principales socios comerciales de España, especialmente Francia y Alemania. En clave interna, el principal reto seguramente se sitúa en el sector inmobiliario. La falta de vivienda está llevando a un crecimiento de su precio superior al esperado, dificultando el acceso a los más jóvenes y a los colectivos más vulnerables. La bajada de los tipos de interés amortiguará la presión este año, pero esperemos que más pronto que tarde la inversión en vivienda se movilice y se reduzca la presión sobre los precios, promoviendo un crecimiento económico dinámico y socialmente sostenible.

Oriol Aspachs
Enero 2025

Cronología

DICIEMBRE 2024

12 El BCE baja los tipos de interés en 25 p. b. y deja el *depo* en el 3,00%.
18 La Fed recortó los tipos de interés en 25 p. b. hasta el intervalo de 4,25%-4,50%.

OCTUBRE 2024

17 El BCE recortó los tipos de interés en 25 p. b. y bajó el tipo *depo* hasta el 3,25%.

AGOSTO 2024

1-5 Fuertes turbulencias en los mercados financieros, a consecuencia de la decisión del Banco de Japón y de unos datos de empleo de julio en EE. UU. peor de lo esperado.
12 La OPEP revisa ligeramente a la baja la demanda mundial de petróleo en 2024 y 2025, debido sobre todo a la desaceleración del consumo en China.
23 La Fed comenzará a reducir los tipos de interés en septiembre, según apunta Powell en Jackson Hole.

NOVIEMBRE 2024

7 La Fed recortó los tipos de interés 25 p. b. hasta el intervalo de 4,50%-4,75%.
El BoE recortó los tipos de interés 25 p. b. hasta el 4,75%.

SEPTIEMBRE 2024

12 El BCE recortó los tipos de interés 25 p. b. y situó el *depo* en el 3,50% y el *refi* en el 3,65%.
18 La Fed recortó los tipos de interés 50 p. b. hasta el intervalo de 4,75%-5,00%, tras haberlos subido 500 p. b. desde marzo de 2022.

JULIO 2024

26 Arrancan los Juegos Olímpicos en París.
31 El Banco de Japón subió por sorpresa el tipo de interés de referencia hasta el 0,25% (desde el rango 0,0%-0,1% anterior), máximo desde finales de 2008.

Agenda

ENERO 2025

2 Portugal: deuda pública (noviembre).
3 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
7 Eurozona: avance del IPC (diciembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (diciembre).
9 España: cuentas financieras (3T).
10 Portugal: PIB (3T).
17 Portugal: balanza de pagos (noviembre).
China: PIB (4T).
22 España: créditos, depósitos y morosidad (noviembre).
Portugal: deuda sector no financiero (noviembre).
28 España: encuesta de población activa (4T).
28-29 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
29 España: avance del PIB (4T).
30 España: avance del IPC (enero).
Portugal: avance del PIB (4T).
Portugal: ejecución presupuestaria (diciembre).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
Eurozona: PIB de la eurozona (4T).
Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).
EE. UU.: PIB (4T y 2023).

FEBRERO 2025

2 Eurozona: avance del IPC (enero).
4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
5 Portugal: empleo y desempleo (4T).
7 España: producción industrial (diciembre).
10 Portugal: comercio internacional (diciembre).
14 Portugal: salario bruto mensual medio por trabajador (4T).
16 Japón: PIB (4T).
17 España: comercio exterior (diciembre).
18 Portugal: índice de precios industriales (enero).
24 España: créditos, depósitos y morosidad (diciembre).
27 España: avance del IPC (febrero).
Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).
28 España: balanza de pagos (diciembre).
Portugal: desglose del PIB (4T).
Portugal: avance del IPC (febrero).

Volatilidad en tiempos de incertidumbre

A la espera de la publicación de los datos de crecimiento del 4T 2024, sin muchas novedades en la información económica publicada en las últimas semanas y con los mercados financieros manteniendo las inercias de finales del pasado año, toda la atención sigue centrada en los efectos sobre la economía mundial que supondrá el retorno de Donald Trump a la presidencia de EE. UU. El potencial disruptivo que puede suponer una combinación desequilibrada de algunas de las medidas que están encima de la mesa (aranceles, restricciones a la oferta laboral, expansión fiscal desordenada) se une a un entorno geopolítico mucho más complejo que el de hace cuatro años, conformando el mayor desafío para las previsiones económicas y financieras en mucho tiempo.

Sin embargo, también hay factores mitigantes de los escenarios de más riesgo a corto plazo, como la solidez que sigue mostrando la actividad estadounidense; los efectos positivos sobre la innovación de las políticas de desregulación; los tradicionales equilibrios del sistema político americano (la mayoría republicana en la Cámara de Representantes no deja de ser exigua); el perfil de algunos de los principales nombramientos de la nueva Administración, como el del secretario del Tesoro; la capacidad de la Fed de responder a cualquier aumento inesperado de los desequilibrios macroeconómicos, o el papel de contrapeso que pueden ejercer los mercados de bonos.

De momento, el veredicto de los mercados es que el crecimiento nominal a corto plazo mantendrá un elevado dinamismo. Pero, teniendo en cuenta la posición cíclica de la economía americana, la debilidad estriba en el lado de la inflación, lo que se está traduciendo en un aumento de los tipos de interés a corto y largo plazo (la rentabilidad del bono a 10 años se ha incrementado en más de 100 p. b. desde octubre), en el cambio de expectativas para los próximos movimientos de la Fed (ahora solo se descuenta plenamente una bajada más de los tipos de interés) y en una apreciación del dólar (7% en tipo de cambio efectivo) que compensaría parte de los potenciales efectos positivos de los aranceles sobre la balanza comercial.

Pero, pese a todo el ruido generado por la política de comunicación de la nueva Administración, los inversores parecen confiar en que el programa de política económica (Maganomics) se desplegará de forma razonablemente ordenada, sin un empeoramiento de la situación fiscal, con el crecimiento y el empleo como principales prioridades, mientras que la Fed permanecerá atenta a cualquier afectación de las expectativas de inflación. Siendo conscientes de que los equilibrios para conseguir todos esos objetivos pueden ser muy inestables, sobre todo teniendo en cuenta las exigentes valoraciones de algunos activos financieros. La parte positiva es que no tendremos que esperar mucho para despejar buena parte de las dudas que van a poner a prueba la solidez de la mayoría de las proyecciones económicas, ya de por sí amenazadas por alteraciones de los patrones y paradigmas de las últimas décadas, en un contexto sometido a un proceso continuo de cambio.

Por tanto, asistamos o no a un cambio de paradigma con la llegada de Trump al poder, 2025 será un año en el que se profundizará en el reordenamiento del proceso de globalización en el que está inmersa la economía internacional en el último lustro. Con el proteccionismo y la política industrial ganando protagonismo bajo el manto de ese nuevo concepto llamado autonomía estratégica abierta. Un año en el que otra vez será determinante la capacidad de cuestionar en cada momento los supuestos detrás de las proyecciones económicas y, por tanto, la capacidad de adaptación a cambios en el entorno y la flexibilidad a la hora de tomar decisiones de inversión. Un año de cambios, de transición entre un mundo que no acaba de morir (globalización, multilateralismo, democracias liberales) y otro que no acaba de nacer y que nadie sabe cómo será. El deseo es que cuando termine 2025 nos quedemos con la misma sensación que tuvimos en 2023 y 2024, cuando la realidad fue mucho mejor que los escenarios centrales de previsión a principios de año. Para ello es necesario confiar en la resiliencia demostrada por el ciclo de actividad desde la pandemia, así como en que la transaccionalidad en las relaciones económicas y comerciales se imponga sobre la ideología. Mientras tanto, el consejo es abrocharse los cinturones para navegar de forma segura la volatilidad en tiempos inciertos.

José Ramón Díez

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,18	0,77	0,25	4,25	5,25	4,25	3,00
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,37	3,07
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	4,19	3,10
Deuda pública 2 años	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	4,24	3,35
Deuda pública 10 años	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	4,40	3,80
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	–0,50	1,77	4,00	3,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,15	2,15
€STR	–	–0,55	–0,58	1,57	3,90	3,06	2,01
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	–0,60	1,72	3,86	2,89	2,04
Euríbor 3 meses	3,24	0,57	–0,58	2,06	3,94	2,83	2,06
Euríbor 6 meses	3,29	0,70	–0,55	2,56	3,93	2,63	2,12
Euríbor 12 meses	3,40	0,86	–0,50	3,02	3,68	2,44	2,18
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,27	–0,69	2,37	2,55	2,02	2,05
Deuda pública 10 años	4,30	1,38	–0,31	2,13	2,11	2,22	2,00
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,53	–0,45	2,66	2,77	2,26	2,32
Deuda pública 5 años	3,91	2,01	–0,25	2,73	2,75	2,48	2,41
Deuda pública 10 años	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	2,80
Prima de riesgo	11	158	73	105	98	68	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,05	–0,64	2,45	2,33	2,03	2,53
Deuda pública 5 años	3,96	3,63	–0,35	2,53	2,42	2,15	2,56
Deuda pública 10 años	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,68	2,75
Prima de riesgo	19	297	65	97	63	46	75
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,05	1,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,83	0,86
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	161,20	156,00
PETRÓLEO							
Brent ($/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	73,1	73,5
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	69,9	73,5

Previsiones

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

Economía internacional

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

Previsiones

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

Economía española

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

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

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	–0,1	4,9	5,6	2,0	2,2	1,7
Consumo de las AA. PP.	2,2	–0,2	3,8	1,7	0,6	1,0	0,8
Formación bruta de capital fijo	–0,4	–0,8	7,8	3,3	3,6	1,3	5,7
Bienes de equipo	3,4	2,3	16,0	7,2	5,7	–	–
Construcción	–1,3	–2,2	6,6	0,9	1,3	–	–
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	–0,4	6,0	5,0	1,7	1,8	2,3
Exportación de bienes y servicios	5,3	2,3	12,0	17,2	3,5	4,2	5,0
Importación de bienes y servicios	3,6	1,6	12,3	11,3	1,7	4,6	5,0
Producto interior bruto	**1,5**	**–0,2**	**5,6**	**7,0**	**2,5**	**1,7**	**2,3**
Otras variables							
Empleo	0,4	–0,6	2,2	3,3	2,3	0,9	1,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,1	6,7	6,1	6,5	6,5	6,4
Índice de precios de consumo	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	–9,2	–2,7	–0,8	–1,2	1,4	1,2	1,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	–7,7	–1,5	1,0	–0,2	2,7	2,8	3,1
Saldo público (% PIB)	–4,5	–5,2	–2,8	–0,3	1,2	0,5	0,3

Previsiones

La Fed y las incógnitas sobre el crecimiento global condicionan el cierre de año de los mercados financieros

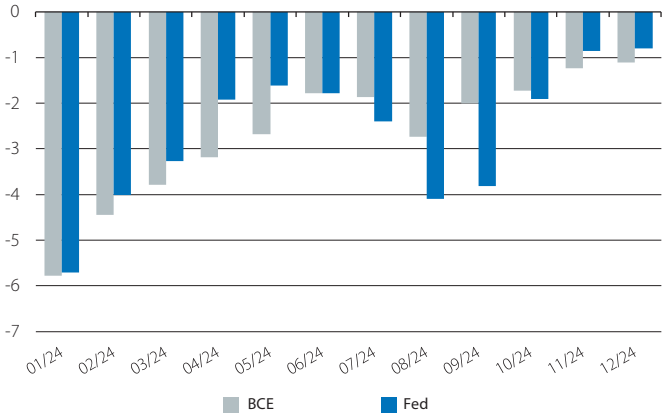
Los protagonistas de 2024 marcan el camino para 2025. El pasado 2024 fue el año del inicio de la distensión monetaria. Gran parte de los movimientos de los activos financieros se desenvolvieron en torno al ajuste de expectativas de política monetaria de los inversores, con algunos episodios de cambios bruscos en las expectativas de unos mercados que, a la estela de los bancos centrales, se ajustaron según el flujo de datos macroeconómicos. El otro evento protagonista fue la victoria de Donald Trump, con unos inversores que reaccionaron con expectativas de mayor inflación y algunas dudas sobre el crecimiento económico global. Los mercados financieros vivieron otros hitos remarcables: el Banco de Japón puso fin a la era de tipos negativos, las tensiones geopolíticas se recrudecieron en Oriente Próximo, las expectativas de los beneficios de la inteligencia artificial (IA) impulsaron el dominio de las compañías tecnológicas en la renta variable, el S&P 500 encadenó dos años consecutivos de ganancias por encima del 20% (por primera vez en más de 25 años), el bitcoin alcanzó los 100.000 dólares y los activos financieros de Francia sufrieron una reevaluación (la prima de riesgo francesa prácticamente se duplicó y se consolidó en niveles por encima de la española). Con todo lo vivido, 2024 cerró en positivo para la renta variable, con el dólar como la divisa más fortalecida, pero con un repunte significativo en los tipos soberanos ante la perspectiva de mayor inflación en EE. UU., las incógnitas alrededor del futuro geopolítico global y la incertidumbre sobre cuánto más se distenderá la política monetaria.

El BCE y la Fed convergen en dirección, divergen en velocidad. En diciembre, tanto el BCE como la Fed bajaron los tipos de interés en 25 p. b., dejando el *depo* en el 3,00% y el *fed funds* en el rango de 4,25%-4,50%. En ambos casos, 100 p. b. por debajo de los máximos alcanzados en 2023. El tono del BCE apuntó a más bajadas en los próximos meses, respaldadas por una mayor confianza en el descenso final de la inflación al objetivo del 2% en 2025, y por la expectativa de que la redinamización de la actividad sea más lenta. Así, los mercados cotizan otra bajada de 25 p. b. en enero y apuntan a más recortes en la primera mitad del año, dejando un *depo* entre el 1,75% y el 2,00% a lo largo del 2S 2025. En cambio, el tono de la Fed fue mucho más cauto y se basó en una mayor expectativa de inflación para los próximos dos años y menores riesgos de enfriamiento del mercado laboral. En el *dot plot*, los miembros del FOMC proyectaron tan solo dos recortes en 2025, frente a los cuatro señalados en la actualización de septiembre. Con ello, los mercados financieros descuentan plenamente una sola bajada para mediados de 2025 (*fed funds* en el rango de 4,00%-4,25%), con una probabilidad ligeramente por encima del 50% de un segundo recorte para finales de año.

Fuerte repunte en las rentabilidades soberanas. Los mercados de deuda soberana hicieron una lectura *hawkish* del mensaje de la Fed y los tipos de interés de los *treasuries* repuntaron más de 15 p. b. en las referencias de medio y largo plazo desde la reunión hasta el fin de mes. Y es que, a pesar de que la Fed ha rebajado los

Expectativas implícitas de recortes de tipos de interés a diciembre de 2024

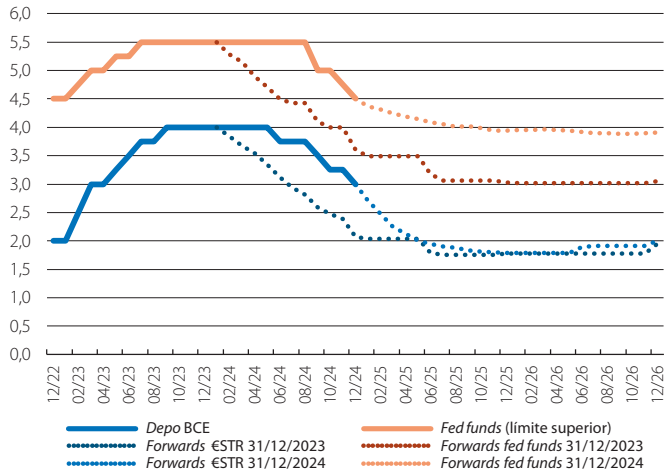
Número



Notas: *Implícitos tomados de las curvas de* forwards *sobre EFFR y €STR. El número se refiere al promedio mensual. Cada recorte corresponde a 25 p. b.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.*

Expectativas de tipos de interés

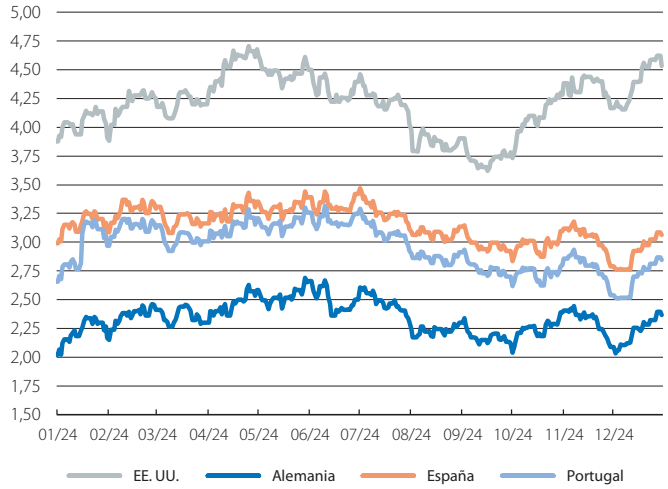
(%)



Nota: Forwards *sobre el EFFR y el tipo €STR de la eurozona a partir de curvas de interés de mercado.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal, del BCE y de Bloomberg.*

Tipos de interés soberanos a 10 años

(%)



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

tipos en 100 p. b., la expectativa de una mayor inflación junto con una distensión monetaria más cauta a futuro ha impulsado al alza las rentabilidades soberanas. De hecho, la rentabilidad de los *treasuries* en los tramos largos de la curva ha mostrado un comportamiento diametralmente opuesto al del *fed funds*, repuntando más de 90 p. b. desde el inicio de los recortes. Al otro lado del Atlántico, si bien el mensaje del BCE fue *dovish*, los tipos soberanos se contagiaron por sus contrapartes estadounidenses y repuntaron 30 p. b. en diciembre, con las primas de riesgo periféricas manteniéndose relativamente estables.

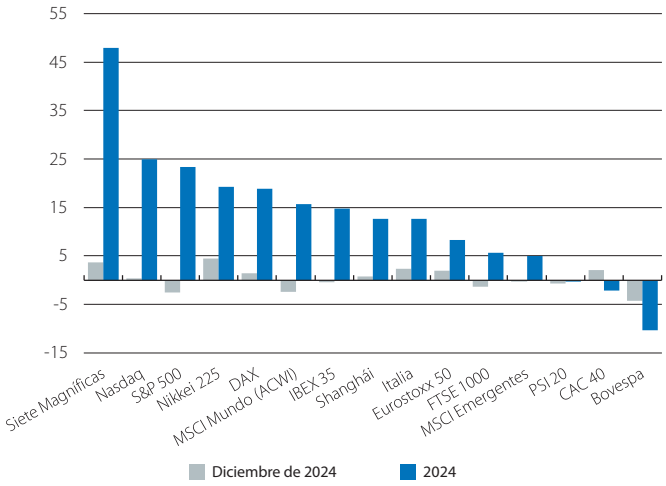
Año positivo, pero diciembre mixto, en el desempeño de las bolsas. El año 2024 fue, en líneas generales, positivo para las bolsas globales. El índice global MSCI ACWI acumuló ganancias de hasta un 15% (tras un +20% en 2023) y, salvo algunos casos excepcionales, la mayoría de los principales índices bursátiles cerraron el año en verde. Destacaron las Siete Magníficas (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla) con ganancias acumuladas de casi un 50% en 2024, espoleadas por las expectativas de la IA, así como la bolsa japonesa (+19%), beneficiada por unos tipos de interés todavía cercanos al 0% junto a una divisa debilitada. Sin embargo, el *rally* de 2024, con un impulso en noviembre tras la victoria de Trump, perdió fuelle desde que la Fed enfrió las expectativas de recortes de tipos en la reunión de diciembre y, salvo las grandes tecnológicas, la renta variable registró un último mes de ligeras pérdidas en EE. UU. y en algunos países de la eurozona. Y es que, de cara a 2025, la incertidumbre de los efectos de las políticas económicas de Trump y del camino de la política monetaria pesó en el sentimiento inversor a finales de año. La mayor caída y volatilidad de diciembre se registró en Brasil (el Bovespa cayó un 4% y un 10% en el año), donde el deterioro de las perspectivas fiscales conllevó una pérdida significativa de confianza de los inversores.

El dólar se fortalece. El dólar continuó apreciándose, con ganancias superiores al 2%, frente a una cesta de divisas avanzadas (+5% desde la victoria de Trump y +7% en el conjunto de 2024) y alcanzó su nivel más alto desde 2022. Frente al euro, el dólar se fortaleció un 2% en diciembre, llegando incluso a alcanzar los 1,03 dólares (mínimo de dos años). Frente al yen, la apreciación fue aún superior (+11,5% en 2024 y +5% en diciembre) debido al amplio diferencial de tipos de interés y a la resistencia del Banco de Japón a volver a subir los tipos (se mantuvo en el 0,25% en diciembre). En las emergentes, la divisa con peor desempeño fue el real brasileño, con una caída superior al 20% frente al dólar en el conjunto del año, en medio de las turbulencias fiscales.

Relativa estabilidad en los precios del petróleo y relativa volatilidad en los del gas. En diciembre, el barril de Brent cotizó en una banda estrecha entre 72 y 74 dólares, en un mercado marcado por una oferta relativamente abundante y la expectativa de una demanda lastrada por la debilidad de las economías china y europea. Así, los precios del barril Brent cerraron 2024 cuatro dólares por debajo del inicio de año, y lejos de los 90 dólares vistos en los momentos álgidos de tensión en Oriente Próximo. Por su parte, los precios del gas natural TTF experimentaron movimientos de ida y vuelta el pasado mes, y finalmente cerraron casi en 50 euros/MWh (frente a un precio promedio de 35 euros/MWh en el conjunto de 2024), condicionados por el fin del acuerdo que permitía al gas ruso fluir a través de un gaseoducto que atraviesa Ucrania.

Principales índices bursátiles

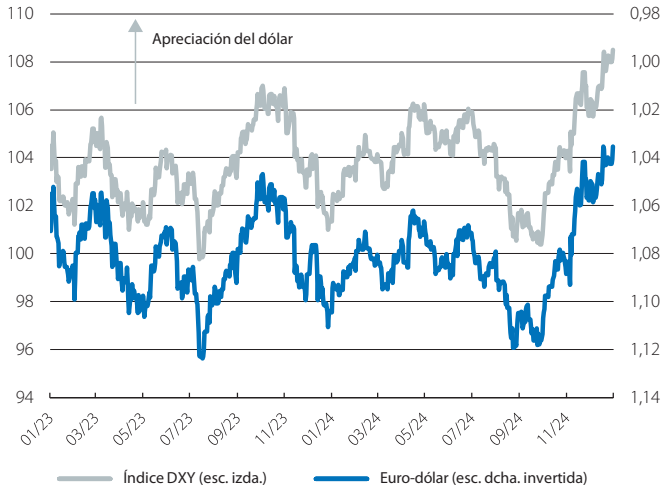
Variación en el periodo (%)



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

Evolución del dólar

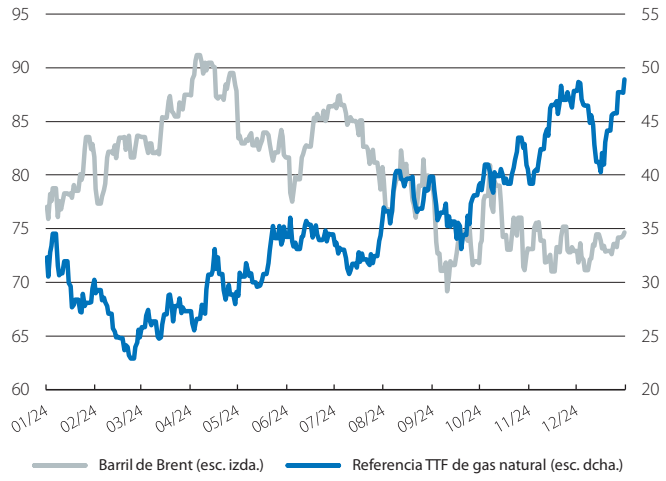
Índice *Dólares por euro*



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

Precios de la energía: petróleo y gas

(Dólar/barril) *(Euro/MWh)*



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

Los límites de la deuda

Una vez consolidada la normalización pospandémica y acercándonos al fin de la crisis inflacionista, están reemergiendo tanto la preocupación sobre los niveles de deuda pública (véase el primer gráfico) como las llamadas a un reajuste de las cuentas públicas y a la reconstrucción de colchones que den margen de acción a la política fiscal cuando sea necesario.

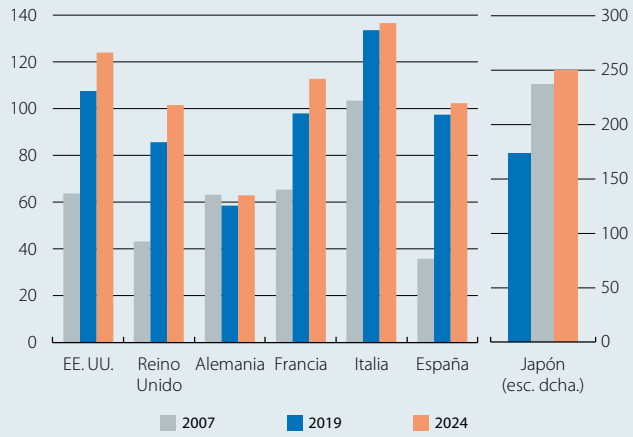
Sin embargo, la recuperación de margen fiscal encuentra en el entorno actual obstáculos relevantes. Por un lado, y más allá de la distensión cíclica de la política monetaria, se prevé que a medio plazo los tipos de interés fluctúen alrededor de niveles algo más altos que los anticipados hace unos años,[1] elevando el coste medio de la deuda pública. Por el otro, el potencial de crecimiento económico a medio plazo está rodeado de incertidumbres, desde el interrogante de la inteligencia artificial y sus efectos sobre la productividad agregada hasta las consecuencias de un mundo menos globalizado y/o más fragmentado en áreas económicas. Además, el envejecimiento poblacional, la geopolítica (con necesidades asociadas de gasto en defensa) y las inversiones para la transición energética y la adaptación al cambio climático ejercerán una presión creciente sobre las cuentas públicas. Y, a todo ello, se le suma la propia inercia del gasto público por razones de «economía política».

Todos estos ingredientes pueden aplicarse sobre los cuatro grandes factores que delimitan la evolución de la deuda pública: el nivel de deuda de partida, los pagos de intereses, el saldo público primario[2] y el crecimiento del PIB. Así, podemos ver cuán ancho o estrecho es el camino para reconstruir los colchones fiscales bajo distintos escenarios económicos. Lo haremos con un ejercicio sencillo de sensibilidad de las dinámicas de la deuda.[3,4]

En primer lugar, acogiéndonos a la relativa moderación del crecimiento nominal del PIB que dibujan las últimas previsiones del FMI y al suave pero progresivo aumento de los intereses de la deuda que anticipan los mercados financieros, en la primera tabla recogemos el saldo primario mínimo que, si se mantiene sostenidamente durante 10 años, permite llegar a distintos niveles de deuda.[5] Ello sugiere que, respecto a 2024, es necesario cierto ajuste fiscal para estabilizar la deuda o corregirla suavemente en las principales economías, aunque el esfuerzo sería moderado (saldos parecidos a los de 2019) en la mayoría de

Deuda pública

(% del PIB) *(% del PIB)*



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

Saldo público primario:[1] datos y escenarios a 10 años vista

(% del PIB)

	2019 - dato	2024 - previsión Comisión Europea	Permite una ratio de deuda...[2] Estable a niveles 2024	De vuelta a niveles 2019	Reduce a la mitad la distancia con el 60%[3]
EE. UU.	–2,7	–3,0	0,2	1,8	3,2
Japón	–1,6	–4,7	–4,3	–2,9	–0,2
Reino Unido	–0,1	–2,2	–0,1	1,5	2,8
Alemania	2,1	–1,1	–0,4	0,1	–0,2
Francia	–0,9	–4,1	0,3	1,7	2,9
Italia	1,9	0,1	1,8	2,1	5,4
España	–0,8	–0,5	–0,7	–0,2	1,5

Notas: *1. El saldo primario excluye pagos de intereses; valor positivo/negativo indica superávit/déficit. 2. La proyección asume PIB nominal según previsiones del FMI y tipos de interés según forwards de mercado (con refinanciación anual de un porcentaje de la deuda dado por el vencimiento medio). 3. Para EE. UU., Japón y el Reino Unido, la referencia es el nivel de deuda de 2007.*

Fuente: *CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos y previsiones de Bloomberg, de la Comisión Europea y del FMI (World Economic Outlook, octubre de 2024).*

1. Por ejemplo, a finales de 2019 los *forwards* de mercado para 2030 apuntaban a un tipo soberano español a 10 años alrededor del 2%, mientras que ahora lo sitúan cerca del 4%. Este incremento es generalizado entre las grandes economías y refleja un cambio de visión sobre el nivel estructural al que deberían asentarse los tipos de interés a largo plazo. Véase, por ejemplo, Schnabel, I. (2024), *R(ising) star?*, discurso en *ECB and its Watchers XXIV Conference*.
2. Es decir, el saldo fiscal (ingresos fiscales totales menos gasto público total) sin los pagos netos de intereses.
3. La evolución de la ratio de deuda sobre el PIB, d, viene dada por:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

donde i es el tipo de interés nominal medio de la deuda, g es el crecimiento del PIB nominal y b es el saldo público primario.

4. El ejercicio no tiene en cuenta las retroalimentaciones entre saldo fiscal, PIB y tipos de interés. Pero, en realidad, si una economía impone una senda de, por ejemplo, saldo fiscal, esto afectará a sus sendas de PIB y tipos.
5. Para cada país, simulamos la ratio de deuda entre 2025 y 2034 a partir de la ecuación de la nota 3. Las previsiones de crecimiento del PIB nominal (g) proceden del World Economic Outlook del FMI de octubre de 2024 (asumimos que el ritmo de crecimiento de 2029, último año disponible, se mantiene en 2030-2034). El tipo de interés de la deuda evoluciona a medida que las refinanciaciones se actualizan con el tipo soberano medio proyectado por *forwards* de mercado a finales de noviembre de 2024.

casos. Sin embargo, una recuperación más sustancial del margen de maniobra fiscal sí exigiría un esfuerzo fiscal relevante y claramente superior al realizado en 2015-2019.

En la misma línea, si asumimos que el saldo primario y el PIB nominal evolucionan según las últimas previsiones del FMI, la segunda tabla nos muestra el umbral del coste medio a partir del que se desestabilizarían las dinámicas de deuda. Este ejercicio muestra que el FMI mantiene una visión positiva para las cuentas públicas en España y Alemania, dado que la senda fiscal que prevé el FMI da margen a la reducción de la deuda, incluso con tipos de interés que terminen siendo superiores a lo previsto por el mercado. Sin embargo, la visión del FMI para el resto de grandes economías avanzadas es menos favorable, especialmente en los casos de Francia y EE. UU., donde las sendas fiscales previstas por el FMI solo permitirían estabilizar la deuda si los tipos de interés terminaran siendo muy inferiores a lo anticipado por los mercados.

Por último, la tercera tabla muestra el crecimiento del PIB nominal mínimo para evitar un desequilibrio de las dinámicas de la deuda si se cumplieran las sendas de saldo fiscal primario previstas por el FMI y la evolución de los tipos de interés proyectada por los mercados financieros. Al igual que en la segunda tabla, este ejercicio refleja la visión positiva que el FMI sostiene para España y Alemania, mientras que, de nuevo, las sendas fiscales de EE. UU. y Francia requerirían una aceleración notable del PIB nominal para mantener la deuda estable.

Estos tres ejercicios también resaltan las particularidades de Japón. A diferencia del resto de grandes economías, las dinámicas de deuda de Japón siguen contando con el margen de unos bajos tipos de interés y, según el FMI, es el país para el que se prevé una mayor redinamización del crecimiento del PIB nominal, lo que le daría un apoyo extra para recuperar espacio fiscal. Pero, a pesar de estos vientos de cola, su ratio de deuda es muy superior a las demás economías.

En definitiva, la simulación de escenarios para las dinámicas de deuda confirma que, en los próximos años, las sendas de tipos de interés y crecimiento de PIB nominal dibujarán un entorno en el que no será tan fácil recuperar espacio fiscal sin un esfuerzo proactivo de los Gobiernos.

Tipo de interés medio de la deuda pública

(%)

	2024 - previsión Comisión Europea	Promedio 2025-2029 según *forwards* de mercado[1]	Permite una ratio de deuda estable a niveles 2024[2]
EE. UU.	4,1	4,1	1,7
Japón	0,6	0,7	1,7
Reino Unido	3,0	3,2	2,5
Alemania	1,7	2,1	3,4
Francia	2,0	3,1	0,1
Italia	3,0	3,7	3,3
España	2,5	3,0	3,9

Notas: *1.* Forwards *de mercado para el tipo soberano con un vencimiento igual al vencimiento medio de la deuda a 2024. 2. La proyección asume PIB nominal y saldo primario según previsiones del FMI y que cada año se refinancia un porcentaje de la deuda dado por el vencimiento medio.*
Fuente: *CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos y previsiones de Bloomberg, de la Comisión Europea y del FMI (World Economic Outlook, octubre de 2024).*

Crecimiento nominal del PIB

(%)

	2019 - dato	2024 - previsión FMI	Promedio 2025-2029 según FMI	Permite una ratio de deuda estable a niveles 2024[1]
EE. UU.	4,3	5,2	4,0	6,4
Japón	0,2	2,9	2,8	1,7
Reino Unido	3,8	3,2	3,5	4,1
Alemania	3,0	3,3	3,2	2,0
Francia	3,3	3,2	3,1	6,2
Italia	1,5	2,5	2,7	3,1
España	3,4	6,1	4,2	3,3

Nota: *1. La proyección asume saldo primario según previsiones del FMI y tipos de interés según* forwards *de mercado (con refinanciación anual de un porcentaje de la deuda dado por el vencimiento medio).*
Fuente: *CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos y previsiones de Bloomberg, de la Comisión Europea y del FMI (World Economic Outlook, octubre de 2024).*

Tipos de interés (%)

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	3,15	3,40	–25	–135,0	–135,0
Euríbor 3 meses	2,71	2,93	–22	–119,5	–119,5
Euríbor 12 meses	2,46	2,46	0	–105,3	–105,3
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,24	2,25	0	–101,9	–101,9
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,08	1,95	13	–32,2	–32,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,37	2,09	28	34,3	34,3
Deuda pública a 10 años (España)	3,06	2,79	27	6,8	6,8
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,85	2,54	31	19,2	19,2
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	4,50	4,75	–25	–100,0	–100,0
SOFR 3 meses	4,31	4,47	–16	–102,6	–102,6
Deuda pública a 1 año	4,14	4,28	–14	–61,9	–61,9
Deuda pública a 2 años	4,24	4,15	9	–0,8	–0,8
Deuda pública a 10 años	4,57	4,17	40	69,0	69,0

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

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	58	56	2	–0,9	–0,9
Itraxx Financiero Sénior	64	63	1	–3,2	–3,2
Itraxx Financiero Subordinado	112	111	1	–10,5	–10,5

Tipos de cambio

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,035	1,058	–2,1	–6,2	–6,2
EUR/JPY (yenes por euro)	162,780	158,410	2,8	4,5	4,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,827	0,831	–0,4	–4,6	–4,6
USD/JPY (yenes por dólar)	157,200	149,770	5,0	11,5	11,5

Materias primas

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	536,5	535,7	0,1	5,1	5,1
Brent ($/barril)	74,6	72,9	2,3	–3,1	–3,1
Oro ($/onza)	2.624,5	2.643,2	–0,7	27,2	27,2

Renta variable

	31-diciembre	30-noviembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	5.881,6	6.032,4	–2,5	23,3	23,3
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.896,0	4.804,4	1,9	8,3	8,3
Ibex 35 (España)	11.595,0	11.641,3	–0,4	14,8	14,8
PSI 20 (Portugal)	6.377,3	6.418,3	–0,6	–0,3	–0,3
Nikkei 225 (Japón)	39.894,5	38.208,0	4,4	19,2	19,2
MSCI emergentes	1.075,5	1.078,6	–0,3	5,1	5,1

Año de desafíos en una economía internacional de mayor madurez cíclica

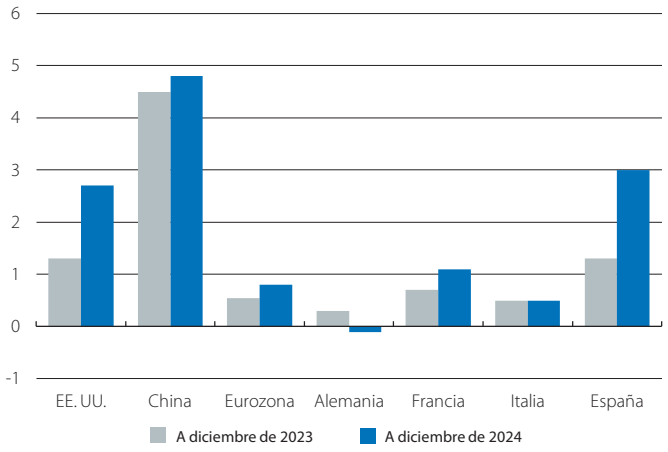
Resiliencia, madurez cíclica y desafíos. En 2024, la economía internacional mostró una notable resiliencia y los datos disponibles sugieren que el PIB mundial podría haber crecido ligeramente por encima del 3%. La actividad se vio apoyada por la robustez del mercado laboral, cierta recuperación del poder adquisitivo de los hogares y la perspectiva de una distensión de las condiciones financieras, en un año en el que la inflación siguió bajando y terminó cerca, aunque todavía algo por encima, de los objetivos de las autoridades monetarias. Probablemente estos vientos de cola sigan soplando a favor en 2025, aunque con menos fuerza, por la propia madurez del ciclo económico, mientras que el mapa de riesgos seguirá presentando desafíos exigentes, especialmente en términos de conflictos y tensiones geopolíticas y de incertidumbres sobre política comercial. Por otro lado, detrás de la resiliencia global hay una notable disparidad regional. En EE. UU. la actividad sigue firme y el crecimiento del PIB está batiendo expectativas, mientras que en la eurozona el PIB no termina de despegar, lastrado por la debilidad del núcleo. Y, en China, las dificultades del sector inmobiliario y un débil comportamiento de la demanda doméstica continúan pesando sobre la economía, si bien la solidez del sector exterior ayuda a mantener un crecimiento cercano, aunque inferior, al 5,0%.

Solidez del mercado laboral, con indicios de moderación. Los últimos indicadores resaltan tanto el papel de soporte jugado por el mercado laboral como la perspectiva de que este apoyo pierda algo de impulso en adelante. Tanto en EE. UU. como en la eurozona coexisten unas bajas tasas de paro (4,2% y 6,3%, respectivamente) y un elevado nivel de empleo (algo superior al 70% entre la población de 15 a 64 años). Sin embargo, en EE. UU. el paro acumula un aumento de 0,8 p. p. desde su mínimo de 2023, mientras que la creación de empleo se ha desacelerado desde más de 250.000 nuevos puestos de trabajo mensuales a principios de año hasta los 130.000 en el promedio de octubre y noviembre (distorsiones relacionadas con huracanes y huelgas en esos meses hacen que el promedio sea más informativo que los volátiles +36.000 puestos de octubre y +227.000 de noviembre). En la eurozona, la tasa del 6,3% supone un paro en mínimos de la serie histórica, pero los indicadores de sentimiento apuntan a un enfriamiento en la creación de empleo, tanto en los índices PMI (en diciembre, el componente de empleo tocó mínimos de cuatro años) como en el indicador de la Comisión Europea (disminuyendo sostenidamente en 2024 y con un último dato de noviembre levemente inferior al promedio histórico).

Desinflación: confianza en el último kilómetro, resistencias en la última milla. El descenso generalizado de la inflación a lo largo de 2024 también supuso un apoyo a la actividad, especialmente al ayudar a la recuperación del poder adquisitivo de los hogares y abrir la puerta a la distensión de la política monetaria. En la eurozona, la inflación general cerró el año con un 2,4% en diciembre, pero lo más significativo fue el descenso sostenido de la inflación núcleo, pasando del 3,4% en diciembre de 2023 al 2,7% en diciembre de 2024, y cuya inercia refuerza la confianza en que la inflación debería asentarse definitivamente en el obje-

Crecimiento del PIB en 2024: expectativas del consenso de analistas

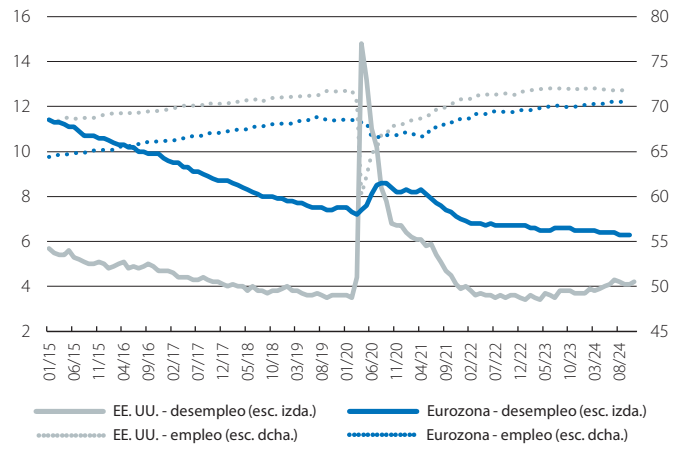
(%)



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

Economías avanzadas: empleo y desempleo

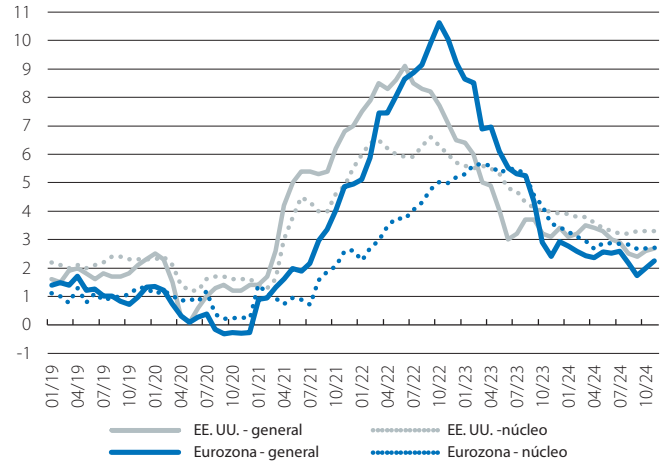
(%) *(%)*



Nota: *La tasa de desempleo es respecto al total de población activa, y la tasa de empleo respecto a la población total del grupo de edad (15-64 años).*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.*

Economías avanzadas: IPC

Variación interanual (%)



Notas: *IPCA para la eurozona. Núcleo excluye alimentos y energía.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.*

tivo del 2% del BCE ya en 2025. En EE. UU., la inflación también se moderó a lo largo del año (IPC general +2,7% en noviembre de 2024 *vs.* 3,4% en diciembre de 2023), pero en los últimos meses han aumentado los temores de una mayor resistencia en las presiones subyacentes, tanto por las señales de los datos (inflación núcleo estable en el 3,2%-3,3% desde el verano, según el IPC, e incluso con cierto repunte según el índice preferido de la Fed, el PCE, cuya inflación núcleo aceleró del 2,6% en verano al 2,8% en noviembre) como por la perspectiva inflacionista de las políticas económicas de la nueva Administración Trump.

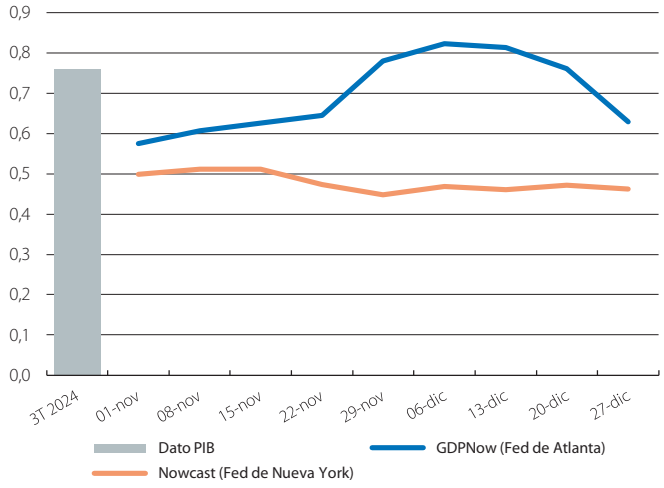
La actividad estadounidense sigue robusta. El consumo de los hogares sigue impulsando el crecimiento económico en EE. UU. y, tras contribuir con 0,6 p. p. al avance intertrimestral del 0,8% del PIB en el 3T, los últimos datos reflejan un consumo dinámico también en el último trimestre del año. Así, las ventas minoristas aumentaron un 0,5% intermensual en octubre y aceleraron al 0,7% en noviembre. En la misma línea de robustez, el PMI compuesto repuntó hasta los 55,4 puntos en diciembre, impulsado por el sector servicios (56,8), y el promedio del 4T (54,8) se situó por encima del promedio del 3T (54,3). Con todo ello, y a pesar de la debilidad del sector manufacturero (su PMI, en los 49,4 puntos en diciembre, siguió en zona contractiva, mientras que la producción industrial se contrajo un 0,4% intermensual en octubre y un 0,15% en noviembre), los *trackers* del PIB apuntan a que la economía podría crecer alrededor del 0,5%-0,6% intertrimestral en el 4T.

La economía de la eurozona no consigue ganar tracción. El PMI compuesto de la eurozona mejoró en diciembre, pero sin superar el umbral de 50 puntos que sugiere crecimientos positivos de la actividad (49,6 *vs.* 48,3 en noviembre), a pesar del estímulo que representa la campaña de Navidad para el sector servicios (51,6 *vs.* 49,5 de noviembre), mientras que en manufacturas hay pocos visos de reactivación (PMI estancado en los 45 puntos). La flaqueza de los indicadores afecta a las dos grandes economías del área, con un PMI compuesto de diciembre en zona contractiva tanto en Alemania (48,0) como en Francia (47,5). En el caso de Alemania, otros indicadores de opinión y clima empresarial reflejan el mismo mensaje de debilidad: el indicador empresarial Ifo cayó en diciembre hasta los 84,7 puntos, el mínimo desde mayo de 2020, y el índice de sentimiento económico ZEW de diciembre apuntó que más de la mitad de los encuestados no espera cambios en la situación actual.

Aceleración a corto plazo en China. El dinamismo continuado del sector exterior, el aumento del apoyo fiscal y cierta mejora de las perspectivas del inmobiliario podrían llevar a una aceleración del gigante asiático a corto plazo. Así, el PMI de servicios (Caixin) aceleró en diciembre hasta los 52,2 puntos (máximo de siete meses), mientras que el PMI manufacturero se mantuvo en expansión (50,5 puntos, aunque perdiendo fuelle frente a los 51,5 de noviembre). Por otro lado, en noviembre la producción industrial mantuvo un ritmo de expansión similar al de los meses anteriores, registrando un crecimiento interanual del 5,4%, mientras que las ventas minoristas volvieron a reflejar debilidad de la demanda interna, con un crecimiento del 3,0% interanual (*vs.* 4,8% en octubre, 2,7% en el 3T). Por su parte, la inversión creció un 3,3% interanual hasta noviembre (*vs.* 3,4% acumulado del año hasta octubre), una ligera desaceleración, pero que mantiene niveles de inversión elevados (en términos reales), dadas las fuertes caídas de los precios de bienes de capital a lo largo de los últimos años.

EE. UU.: PIB del 3T y proyecciones 4T 2024

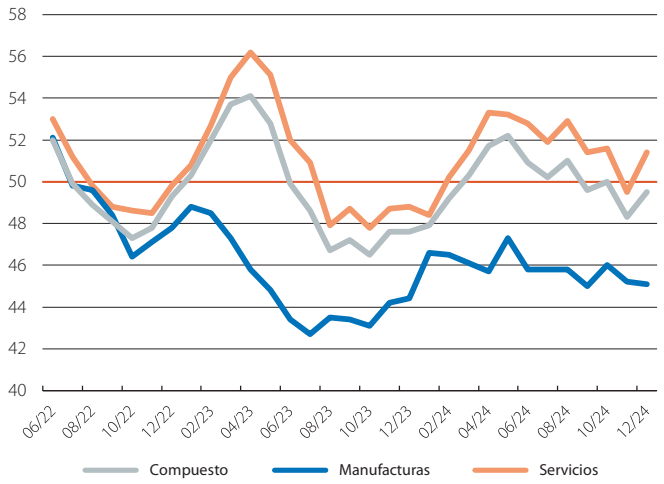
Variación intertrimestral (%)



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

Eurozona: PMI

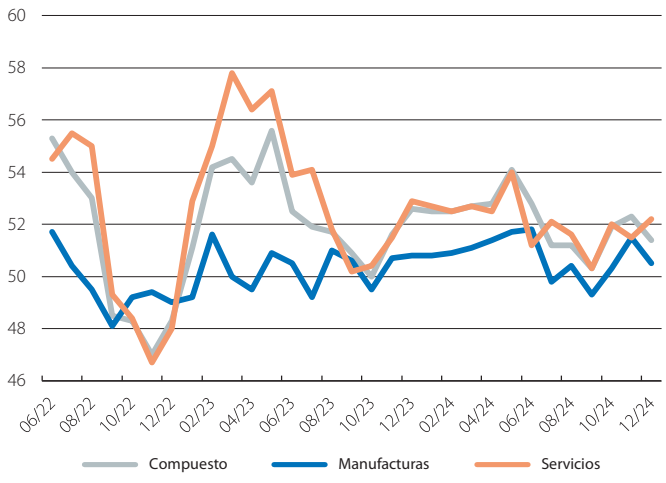
Índice



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

China: PMI Caixin

Índice



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

Exposición de la economía europea a un aumento de aranceles en EE. UU.: una mirada a través de las cadenas de valor

El impacto sobre la UE de un arancel universal a las importaciones de bienes de EE. UU. va más allá del efecto directo en las empresas exportadoras y se dejará sentir también de manera indirecta en el conjunto de la economía y a través de las cadenas europeas y globales de valor.

Para capturar esta mayor complejidad, partimos de las tablas *input-output* internacionales que elabora la OCDE[1] y que recogen las transacciones de productos intermedios y finales para 45 sectores de 77 economías diferentes. Restringimos estas transacciones a las importaciones de bienes[2] que realiza EE. UU. del resto del mundo, que son las que serían objeto del arancel universal, y, aunque el último año disponible es 2020, utilizamos los datos de 2019 para evitar posibles distorsiones derivadas de la pandemia de COVID-19.

En el primer gráfico desgranamos un ejemplo para ilustrar cómo se relaciona el dato bruto de exportaciones a EE. UU. de un determinado sector en un país de la UE (la medida de exposición inmediata) con el valor añadido por este mismo, que está vinculado al conjunto de exportaciones mundiales de bienes a EE. UU. (la medida de exposición última).

En 2019, España exportó a EE. UU. unos 1.300 millones de dólares en manufacturas de vehículos de motor, de los que aproximadamente un 20% se corresponden con valor añadido en el propio sector, un tercio con valor añadido en otras actividades económicas en España (bienes y servicios intermedios) y algo más del 40% con valor añadido en terceros países (de otros Estados miembros de la UE y del resto del mundo).

Por su parte, más allá de en sus exportaciones directas, la actividad manufacturera de vehículos de motor también genera valor añadido de forma indirecta en otras exportaciones de bienes a EE. UU., tanto de otros sectores de la economía española como, sobre todo, de otros países (algo más de 200 millones de dólares, casi tanto como en las exportaciones directas). En total, la exposición última de manufacturas de vehículos de motor se situaba en 2019 en torno a 500 millones de dólares, muy por debajo de la exposición inmediata.

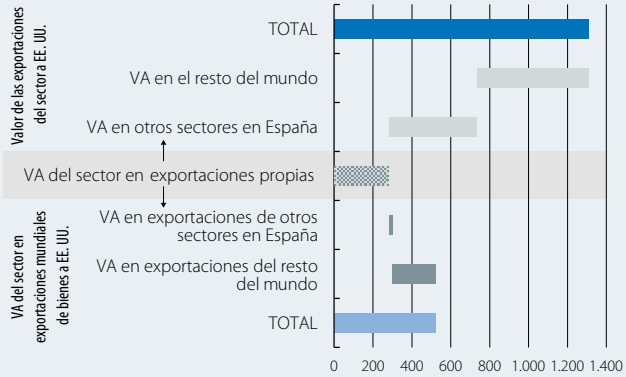
La posición en las cadenas de valor y la especialización productiva como factores clave

En el ejemplo anterior, el valor añadido en el sector vinculado a las exportaciones mundiales de bienes a EE. UU. es inferior al valor de las exportaciones directas, pero en otros casos es igual o superior, algo que sucede por ejemplo para todas las actividades de servicios al recoger estos solo los efectos indirectos vía exportación de bienes. El resultado para el conjunto de una economía dependerá del peso de los diferentes factores y de su propia estructura sectorial. Las diferencias agregadas para el conjunto de la UE y los 27 Estados miembros pueden verse en el segundo gráfico.

Destacan países como Irlanda –que se mantiene holgadamente como la economía más expuesta a las exportaciones a EE. UU.– y Eslovaquia, Hungría y Estonia, todos ellos con una elevada actividad manufacturera especializada en la fase final (*downstream*) de las cadenas de valor y con presencia de multinacionales. En estos países, las exportaciones brutas tienden a sobreestimar la dependencia de la economía respecto al comercio con EE. UU. si las comparamos con el valor efectivamente añadido en el territorio.

Valor de las exportaciones de vehículos a motor de España a EE. UU. y valor añadido del sector en las exportaciones mundiales de bienes a EE. UU.

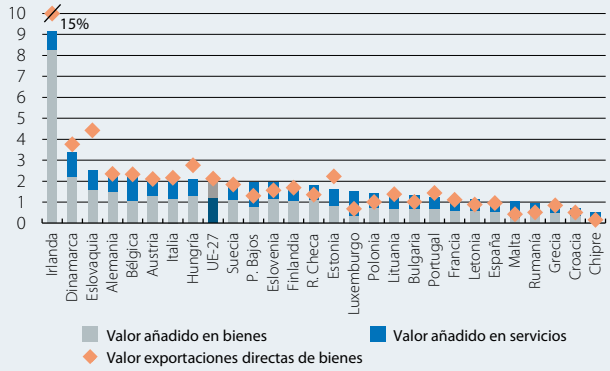
(millones de dólares, 2019)



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

Exportaciones directas a EE. UU. y valor añadido en exportaciones mundiales de bienes a EE. UU.

(% del PIB, 2019)



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

1. OCDE. Inter-Country Input-Output tables.
2. Productos agrícolas, mineros y manufacturas.

Valor añadido en exportaciones mundiales de bienes a EE. UU.
(% del valor añadido del sector, 2019)

	TOTAL	Agricultura	Minería	Manufacturas	Electricidad	Saneamiento	Construcción	Comercio	Transporte	Hostelería	TIC	S. financieros	S. inmobiliarios	S. profesionales	S. administrativos	AA. PP.	Educación	Salud	Entretenimiento	Otros servicios
UE-27	**2,1**	**2,0**	**4,2**	**7,1**	**1,8**	**2,2**	**0,4**	**1,9**	**1,9**	**0,4**	**1,2**	**1,1**	**0,5**	**1,8**	**2,3**	**0,3**	**0,2**	**0,1**	**0,4**	**0,5**
Irlanda	9,2	7,1	6,5	24,1	4,6	2,4	0,1	2,2	1,9	0,9	1,3	0,9	0,1	2,2	3,2	0,5	0,2	0,1	2,0	3,2
Dinamarca	3,4	2,8	5,6	14,5	1,8	1,9	0,9	2,4	2,3	1,4	1,6	1,0	0,8	3,1	3,3	0,3	0,4	0,4	0,2	1,2
Eslovaquia	2,5	1,3	2,4	7,0	1,4	0,8	0,8	2,5	1,9	0,2	1,2	1,3	0,8	2,7	2,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,7
Alemania	2,5	1,3	4,4	6,9	2,0	2,8	0,6	2,1	2,5	0,6	1,6	1,2	0,7	2,1	2,4	0,4	0,2	0,0	0,2	0,5
Bélgica	2,2	1,9	2,9	7,6	2,1	3,6	0,6	2,1	2,1	0,7	1,3	1,4	0,4	2,4	3,7	0,2	0,4	0,0	0,6	1,0
Austria	2,1	2,5	4,4	6,7	2,1	2,9	0,6	2,2	1,9	0,4	1,1	1,4	0,5	1,9	1,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3
Italia	2,1	1,8	3,3	6,6	2,2	2,4	0,6	2,1	2,1	0,5	1,4	1,6	0,5	2,2	2,3	0,4	0,2	0,1	1,2	0,5
Hungría	2,1	1,5	3,1	5,9	1,9	1,6	0,2	1,9	1,7	0,2	1,4	1,1	0,5	2,1	2,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Suecia	2,0	3,5	7,3	6,8	1,5	2,8	0,6	2,1	2,0	0,6	1,3	1,0	0,6	1,7	2,6	0,4	0,1	0,1	0,5	0,6
P. Bajos	1,9	2,9	5,5	5,3	1,6	1,7	0,3	2,2	2,0	0,4	2,8	1,1	0,4	2,2	3,4	0,2	0,2	0,0	0,9	0,5
Eslovenia	1,9	1,5	3,2	4,8	1,9	2,3	0,7	1,8	1,7	0,2	1,0	1,0	0,4	1,9	1,9	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4
Finlandia	1,8	2,9	4,3	5,7	1,7	2,8	0,2	1,7	2,4	0,2	1,3	1,0	0,3	1,8	2,4	0,5	0,3	0,0	0,2	0,3
R. Checa	1,8	1,3	2,4	4,2	1,3	2,4	0,4	2,0	1,5	0,4	0,8	1,1	0,5	1,6	1,8	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5
Estonia	1,6	4,2	1,6	4,7	1,4	1,3	0,3	1,7	2,0	0,2	1,1	1,0	0,8	1,5	1,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
Luxemburgo	1,5	1,5	5,6	5,9	3,8	4,5	0,4	2,5	2,1	0,3	1,4	1,0	0,7	1,6	4,7	0,1	0,2	0,1	0,4	1,1
Polonia	1,4	1,1	2,0	3,4	1,2	1,2	0,5	1,5	1,6	0,3	0,9	0,8	0,4	1,5	1,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
Lituania	1,4	1,4	4,2	3,3	1,2	0,8	0,3	1,3	1,9	0,1	0,7	0,7	0,5	1,2	1,8	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2
Bulgaria	1,3	3,0	3,1	3,4	1,7	1,1	0,6	1,6	1,3	0,1	0,9	1,2	0,3	1,2	0,8	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Portugal	1,2	2,0	7,2	4,6	1,5	2,0	0,2	1,4	1,4	0,1	0,7	0,8	0,2	1,1	1,5	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Francia	1,2	1,7	4,1	5,2	1,4	1,5	0,1	1,6	1,5	0,3	0,6	0,9	0,3	1,2	1,9	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5
Letonia	1,1	3,8	1,1	3,3	1,1	0,9	0,2	1,4	1,5	0,1	0,8	0,7	0,3	1,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
España	1,1	2,0	5,0	3,9	1,5	1,8	0,2	1,4	1,4	0,1	0,7	0,7	0,2	0,9	1,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,5
Malta	1,1	0,4	1,2	3,2	1,3	0,5	0,5	1,2	1,4	0,1	0,7	0,4	0,2	1,7	3,2	0,3	0,1	0,0	0,7	0,2
Rumanía	0,9	0,6	1,1	2,2	1,1	0,3	0,2	1,0	1,1	0,3	0,8	0,9	0,2	1,2	1,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,4
Grecia	0,9	3,3	9,6	3,2	1,6	0,5	0,2	0,9	1,4	0,0	0,3	0,6	0,3	1,2	0,6	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Croacia	0,7	1,0	1,4	2,2	0,6	0,5	0,4	0,8	0,7	0,0	0,4	0,7	0,2	1,1	0,8	0,1	0,1	0,0	0,5	0,4
Chipre	0,5	4,1	2,5	0,9	0,3	0,3	0,2	0,4	1,6	0,0	0,7	0,6	0,1	1,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1

0% 5% ≥10%

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

Lo contrario ocurre en países como Chipre, Malta, Luxemburgo y Países Bajos, orientados a actividades de servicios situadas en el segmento inicial (*upstream*) de las cadenas de valor y con una sensibilidad mayoritariamente indirecta a lo que pueda ocurrir con los aranceles sobre los bienes a los cuales aportan valor añadido. En menor medida, y con un mayor peso de las manufacturas, también Rumanía, Croacia, Polonia, República Checa y Bulgaria muestran cierta especialización *upstream* en las cadenas de valor que conducen a la exportación de bienes de terceros países a EE. UU.

Entre las principales economías, tal y como sucede para el conjunto de la UE, las diferencias entre el valor de las exportaciones directas y el valor añadido en el total de exportaciones mundiales de bienes a EE. UU. son pequeñas, reflejando su diversificación productiva. Alemania se mantiene como la más expuesta, con un 2,5% de su PIB, seguida por Italia (2,1%, en línea con el agregado de la UE), y a cierta distancia Francia (1,2%) y España (1,1%), compartiendo ambos una aportación equilibrada entre el valor añadido en los sectores de bienes y de servicios.

Utilities, comercio, transporte, servicios profesionales y auxiliares, entre los más afectados

De forma más detallada, la tabla muestra para el conjunto de la UE y los Estados miembros el porcentaje de valor

añadido sectorial que está vinculado a las exportaciones mundiales de bienes a EE. UU.

Lógicamente, los sectores de bienes son los que muestran un mayor porcentaje de dependencia. La agricultura, un 2% para el conjunto de la UE, incluyendo valores elevados en Irlanda y siendo el sector más afectado en términos relativos en Letonia y Chipre. La minería muestra un porcentaje ligeramente superior al 4% en agregado, destacando cifras muy superiores en Grecia, Suecia y Portugal, países donde es el sector más expuesto.

Las manufacturas son claramente el sector con un mayor porcentaje de valor añadido vinculado a las importaciones de EE. UU., un 7% para el conjunto de la UE, casi un 25% en el caso de Irlanda y cerca del 15% en Dinamarca. Entre las principales economías, el sector manufacturero en Alemania e Italia presenta un porcentaje similar al agregado, por encima del 5% en Francia y el 4% en España.

En los servicios, sin embargo, hay un buen número de ramas de actividad que muestran un grado de exposición similar al del conjunto de la economía, en torno al 2%. Estos incluyen no solo los servicios más vinculados tradicionalmente a la exportación de bienes, como el transporte y el comercio –con una importancia similar en todos los Estados miembros–, sino también otros como el suministro de electricidad, gas y saneamiento de aguas (*utilities*), así como los servicios profesionales y científicos –con porcentajes destacados en Dinamarca y Eslovaquia– y servicios administrativos y auxiliares –con valores elevados en los países del Benelux–. Del resto de ramas de servicios cabe destacar la importancia de las tecnologías de la información y la comunicación en los Países Bajos, con un porcentaje cercano al 3% frente a poco más del 1% en el conjunto de la UE.

La evolución reciente de las importaciones de EE. UU. sugiere algo más de exposición de la UE

La gran desventaja de emplear el enfoque de cadenas de valor es el retraso con el que se publican las tablas *input-output* tanto a nivel nacional como internacional. Para tratar de solventar este inconveniente, hemos realizado una estimación para 2023 basada en los datos de comercio bilateral de EE. UU. con el resto del mundo desagregado por productos.[3] Por limitaciones de datos y para evitar riesgos sobre la fiabilidad del ejercicio, mantenemos la denominada matriz de coeficientes técnicos (qué *inputs* y de dónde se utilizan en el proceso de producción) existente en 2019.

Para el conjunto de la UE, el porcentaje de valor añadido en las importaciones mundiales de bienes de EE. UU. aumentaría 0,2 puntos hasta el 2,3%, un incremento coherente con el aumento de este mercado como destino de las exportaciones europeas.[4] Por Estados miembros, destaca el aumento en Eslovenia, que podría estar vinculado al incremento de su participación en las cadenas de valor de productos farmacéuticos que Suiza exporta a EE. UU. Por su parte, las principales economías muestran un incremento parejo de 2 décimas, situándose en el caso de España en el 1,3% del PIB. En sentido contrario, se observa una disminución significativa en los Estados miembros con mayor porcentaje de dependencia, Irlanda y Dinamarca, siendo este último superado mínimamente ahora por Eslovaquia.

Vemos, por lo tanto, en los últimos años, una tendencia a una mayor exposición de la economía europea a un arancel universal sobre las importaciones de EE. UU., que en conjunto se mantiene todavía moderada, pero que presenta casuísticas sectoriales y por país que es necesario considerar a la hora de evaluar sus efectos y las posibles respuestas por parte de la UE. Entre estas casuísticas, cabe recordar la complejidad de las cadenas de valor y el papel fundamental que juegan las actividades de servicios como proveedores de *inputs* necesarios en los procesos de la industria manufacturera.

David Martínez Turégano

3. Utilizamos los datos a dos dígitos de la clasificación HS y la correspondencia de productos con los sectores NACE disponible en las Naciones Unidas.

4. Véase el Focus «Exposición de la economía europea a un aumento de aranceles en EE. UU.» en el IM12/2024.

El nuevo marco de gobernanza económica de la UE

El 30 de abril de 2024 entró finalmente en vigor el nuevo marco de gobernanza económica de la UE[1] sobre la base de las propuestas realizadas por la Comisión en 2023.[2] Las nuevas reglas fiscales siguen manteniendo el 3% de déficit público y el 60% de deuda pública como umbrales de referencia, pero buscan simplificar las normas presupuestarias dando orientación sobre un único indicador fiscal definido sobre el gasto primario neto (véase el Anexo técnico) y dar mayor flexibilidad a los Estados miembros a través de la elaboración de los planes a medio plazo, que se convierten en la piedra angular del nuevo marco de gobernanza económica. ¿Qué podemos esperar de las cuentas públicas europeas en los próximos años?

Luz verde de la Comisión a los primeros planes fiscales bajo las nuevas reglas

El 21 de junio de 2024, la Comisión remitió a los Estados miembros orientación preliminar para la elaboración de sus planes estructurales presupuestarios de medio plazo, incluido el marco de proyecciones de deuda a medio plazo y las principales hipótesis presupuestarias, macroeconómicas y financieras.[3] Sobre la base de esta información, la Comisión envió a los 16 países con deuda y/o déficit por encima de los umbrales[4] una trayectoria multianual de referencia para el gasto primario neto, así como la senda asociada para el saldo estructural primario, mientras que para el resto de los Estados miembros incluía información técnica con el valor mínimo requerido para el saldo estructural primario al término del plan. En ambos casos la información remitida incluía tanto un escenario de ajuste sin extensión durante cuatro años como uno alternativo con extensión de tres años.

Tras esta orientación preliminar, la Comisión y las autoridades nacionales mantuvieron diálogos técnicos previos a la elaboración de los planes, que, de acuerdo con la regulación, debían enviarse como máximo el 20 de septiembre de 2024 y contener, entre otros elementos, la siguiente información:[5] (i) la senda de gasto neto plurianual y la justificación de una posible desviación al alza sobre la enviada por la Comisión, (ii) las hipótesis macroeconómicas y presupuestarias subyacentes y la justificación de desviaciones respecto al marco de proyecciones, (iii) las medidas fiscales-estructurales planificadas, (iv) la coherencia con las recomendaciones específicas por país del Consejo y con las prioridades comunes de la UE, así como la complementariedad con el Plan de Recuperación y Resiliencia y el resto de fondos europeos, y v) en su caso, los compromisos e impacto de reformas e inversiones que respaldan una extensión del periodo de ajuste por tres años.

El 26 de noviembre de 2024, la Comisión publicó el denominado paquete de otoño del Semestre Europeo 2025, en el que recogía el estado de situación del nuevo marco de gobernanza económica.[6] De los 27 Estados miembros, cinco no habían enviado sus planes estructurales presupuestarios de medio plazo debido a la celebración de elecciones o la formación de nuevos gobiernos, incluyendo tres países con deuda y/o déficit por encima de los umbrales (Alemania, Bélgica y Austria). De los que sí lo habían enviado, la Comisión ha recomendado al Consejo adoptar los planes de 20 Estados miembros, mientras que continuaba evaluando el de Hungría y recomendaba que Países Bajos remitiera un plan revisado alineado con la información técnica recibida.[7] Cinco de los países con deuda y/o déficit por encima de los umbrales han solicitado la extensión del periodo de ajuste por tres años adicionales (Italia, Francia, España, Rumanía y Finlandia). Finalmente, de los 17 países de la eurozona que deben enviar anualmente el borrador del presupuesto para el próximo ejercicio, tres no lo habían mandado (España, Bélgica y Austria), mientras que nueve de ellos no estaban completa o parcialmente alineados con las recomendaciones fiscales y la implementación de los planes de medio plazo.

El siguiente paso es el escrutinio por parte del Consejo de las recomendaciones de la Comisión,[8] con especial atención a los Estados miembros con deuda y/o déficit por encima de los umbrales, que en sus planes han recogido un incremento medio anual del gasto primario por encima de la orientación recibida,[9] así como a la relevancia de las reformas e inversiones que han incluido aquellos que han solicitado una extensión en el periodo de ajuste. En caso de discrepancia, el Consejo recomendará la revisión de los planes de medio plazo enviados o la fijación de una

1. Véase Regulation (EU) 2024/1263 of the European Parliament and of the Council.
2. Para más detalle, véase el artículo «Un nuevo marco fiscal europeo para 2024... ¿será posible?» en el Dossier del IM11/2023.
3. Recogidas en las previsiones de primavera de 2024 de la Comisión: European Economic Forecast. Primavera de 2024.
4. Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovaquia, Eslovenia, España, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Italia, Malta, Polonia, Portugal y Rumanía.
5. El 21 de junio de 2024 se publicó una guía orientativa sobre cómo presentar la información en los planes: Notice – Guidance to Member States on the Information Requirements for the Medium-Term Fiscal-Structural Plans and for the Annual Progress Reports.
6. «Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life».
7. Solo dos países (Dinamarca y Malta) remitieron sus planes dentro del plazo de 20 de septiembre de 2024. A partir de la recepción, la Comisión cuenta con seis semanas para su evaluación (con posibilidad de extensión de dos semanas adicionales). En el caso de Hungría, el plan fue remitido el 4 de noviembre.
8. La regulación contempla un plazo de seis semanas desde la recomendación de la Comisión.
9. Véase la tabla 2 del Anexo II en «Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life».

senda de gasto en línea con la orientación recibida de la Comisión. Posteriormente, de cara al paquete de primavera del Semestre Europeo 2025, los países miembros tendrán que remitir el primer informe anual sobre el progreso en la implementación de los planes de medio plazo.

¿Qué ajuste fiscal se recoge en los planes de medio plazo? Perspectivas y riesgos

La situación de las finanzas públicas en la UE es comprometida tras los *shocks* acumulados desde la Gran Crisis Financiera en 2009, pasando por la crisis de deuda soberana en la eurozona hasta 2012, la pandemia de 2020 y la invasión de Ucrania y la crisis energética desde 2022. El primer gráfico muestra cómo la gran mayoría de Estados miembros de la UE presentan deuda y/o déficit por encima de los umbrales, incluyendo economías sistémicas como Italia, Francia y España, que presentan niveles de endeudamiento público muy elevados (por encima del umbral del 90% definido por la Comisión).

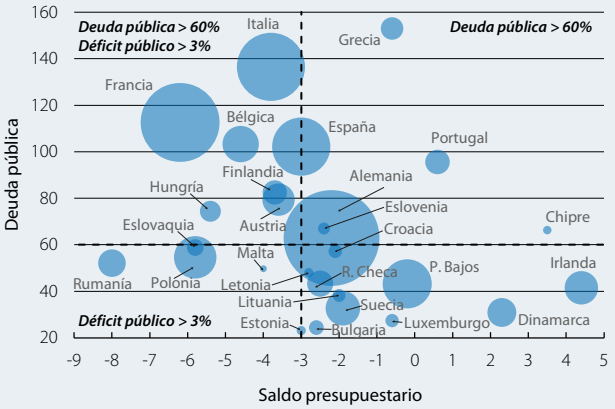
La corrección de desequilibrios fiscales es, sin duda, uno de los retos principales de política económica para la UE, tal y como reflejan los esfuerzos de consolidación incluidos en los planes de medio plazo. Para ilustrarlo, dadas las dificultades interpretativas sobre la trayectoria del nuevo indicador fiscal de referencia, preferimos recoger un resumen de las sendas esperadas en el saldo estructural primario. Tomamos para ello las cifras comunicadas orientativamente por la Comisión el 21 de junio de 2024, que, en contraste con los planes enviados por cada uno de los Estados miembros, presenta la ventaja de utilizar una metodología más homogénea para estimar el PIB potencial.

A falta de conocer los datos para Alemania, Bélgica y Austria, el segundo gráfico muestra el ajuste promedio anual indicado por la Comisión respecto a los valores estimados de 2024 tanto bajo la hipótesis de un periodo de ajuste de cuatro años como para el escenario considerando la extensión por tres años. Entre los países que no han solicitado extensión del periodo de ajuste, destaca el ajuste de 1,3 p. p. por año en Eslovaquia, 0,8 p. p. en Polonia y 0,7 p. p. en Hungría; este ajuste es más moderado en Eslovenia y Malta y reducido en Grecia, Portugal y Chipre. Y entre los países que sí han solicitado una extensión por tres años, el mayor ajuste se sitúa en 0,7 p. p. anuales en Rumanía, seguido de 0,6 p. p. en Italia y Francia, 0,5 p. p. en España y 0,3 p. p. en Finlandia. Ponderando por el PIB nominal de los países disponibles y considerando los diferentes periodos de ajuste, el incremento anual esperado del saldo estructural primario será cercano a 0,6 p. p. en los próximos cuatro años. Un esfuerzo de consolidación no menor para estas economías.

El cumplimiento con los ajustes previstos no está exento de retos, incluyendo las dificultades políticas internas para aprobar los presupuestos que acompañen la implementación de los planes de medio plazo, como en el caso de

Saldo presupuestario y deuda pública

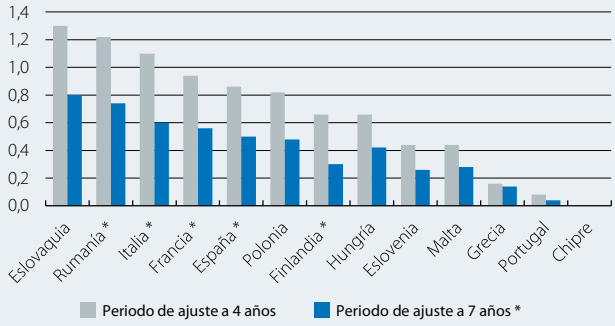
(% del PIB, 2024)



Nota: *El área de los círculos es proporcional al PIB nominal en euros de 2024.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de las previsiones de otoño de 2024 de la Comisión Europea.*

Países con deuda y/o déficit por encima de los umbrales

Ajuste medio anual del saldo estructural primario respecto a 2024 (p. p. del PIB)



Nota: *Alemania, Bélgica y Austria no han enviado su plan estructural presupuestario a medio plazo.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.*

Francia, donde la falta de apoyos parlamentarios ha conducido a una moción de confianza y a la salida del Gobierno. El complejo escenario geopolítico también plantea dudas derivadas de las crecientes necesidades de gasto para dar cobertura a las prioridades comunes de la UE, principalmente las vinculadas a la autonomía estratégica y la política de seguridad y defensa, así como para financiar el salto competitivo recogido en el informe Draghi.[10] Y recuperando lecciones del pasado, con un bajo crecimiento potencial de partida y el agotamiento progresivo del impulso de los fondos NGEU, se tendrá que hilar muy fino para que el efecto contractivo de los ajustes fiscales planteados no termine viciando el objetivo inicial de reducción de la deuda pública. Todo ello en un contexto en el que los mercados financieros ya han recogido –de forma moderada por el momento– nuevos episodios de diferenciación entre los títulos soberanos de los Estados miembros.

David Martínez Turégano y Rita Sánchez Soliva

10. Véase el Focus «Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas» en el IM10/2024.

Anexo técnico

Las nuevas reglas fiscales definen un indicador único de gasto primario neto[1] sobre el que la Comisión remite a los Estados miembros con deuda y/o déficit por encima de los umbrales una trayectoria multianual de referencia e información técnica al resto de países. Este es el punto de partida para que los Gobiernos nacionales elaboren un plan estructural presupuestario de medio plazo con medidas de ajuste a cuatro años,[2] con posibilidad de extensión por tres años adicionales si incorporan reformas e inversiones para impulsar el crecimiento económico y apoyar las prioridades comunes de la UE.[3]

La trayectoria de referencia para el indicador de gasto primario neto viene determinada por la necesidad de garantizar que la deuda se encuentre en una trayectoria claramente descendente después del periodo de ajuste o se mantenga en niveles prudentes, incluso en escenarios adversos. Además, también debe asegurar que el déficit se reduzca y se mantenga por debajo del 3% del PIB, considerando los costes asociados al envejecimiento después del periodo de ajuste. De forma operativa, esto se traduce en la necesidad de cumplir con una serie de requisitos.

Por el lado de la deuda pública, el primer requisito es que la ratio sobre PIB tiene que disminuir de forma continua en los 10 años posteriores al periodo de ajuste en el escenario central de crecimiento, inflación y tipos de interés, así como en tres escenarios de riesgo definidos por la Comisión, que consideran, respectivamente, un mayor coste de financiación, un menor saldo estructural primario y un diferencial menos favorable entre crecimiento y coste de financiación.[4] El segundo criterio para la deuda pública es que, en un entorno de incertidumbre sobre el escenario central, tras cinco años, la ratio sobre PIB debe ser igual o menor que el valor al término del periodo de ajuste con una probabilidad de, al menos, el 70%. Y, finalmente, el ritmo anual de reducción de la ratio sobre PIB debe ser al menos de 0,5 p. p. si se sitúa entre el 60% y el 90% y de 1 p. p. si es mayor del 90%.

Y por el lado del déficit público, el primer criterio, ya vigente en el marco de gobernanza anterior, consiste en un ajuste anual de al menos 0,5 p. p. por año si el déficit supera el 3% del PIB,[5] mientras que el segundo requisito establece para los países con un déficit estructural superior al 1,5% del PIB un ajuste anual del saldo estructural primario de 0,4 p. p. si el periodo de ajuste es de cuatro años o de 0,25 p. p. en caso de extensión por tres años.

En definitiva, las nuevas reglas fiscales definen un indicador único de referencia en términos de gasto primario neto, que contribuye efectivamente a simplificar la orientación presupuestaria a los Estados miembros, al tiempo que mantiene el necesario rigor analítico para evaluar la sostenibilidad de la deuda pública. Sin embargo, la revisión de las normas también comporta algunas dificultades. La principal es que las lecturas de política económica sobre la senda de gasto primario neto no son inmediatas y resulta difícil interpretar la magnitud de los ajustes fiscales requeridos y el impacto de estos en el crecimiento económico.

Algunos aspectos de la metodología son también mejorables, como, por ejemplo, los criterios para la definición de los escenarios de riesgo, que resultan algo arbitrarios tanto en la magnitud del estrés (la misma para todos los países, incluidas las desviaciones en el saldo estructural primario independientemente del ajuste a realizar) como en el momento en el que tienen lugar (al término del periodo de ajuste) y en su duración (unos son temporales, como la subida de tipos de interés, y otros permanentes).

1. Definido por la regulación como el gasto público una vez deducidos: (i) el pago de intereses, (ii) las medidas discrecionales de ingresos, (iii) el gasto vinculado a programas de la UE completamente financiados por ingresos provenientes de fondos de la UE, (iv) el gasto nacional para la cofinanciación de programas financiados por la UE, (v) los elementos cíclicos del gasto en prestaciones por desempleo y (vi) las medidas de gastos e ingresos asociados a eventos únicos o temporales.
2. Cuatro o cinco años dependiendo de la duración del periodo legislativo en cada Estado miembro.
3. Entre ellas, la transición verde y digital, la seguridad energética, la autonomía estratégica, la estrategia de seguridad y defensa, los retos demográficos, los objetivos de empleo y la resiliencia y la convergencia socioeconómicas.
4. Véase el «Debt Sustainability Monitor 2023».
5. El ajuste se refiere al saldo estructural primario entre 2025 y 2027, y al saldo estructural total a partir de 2028.

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Actividad									
PIB real	2,5	2,9	3,2	2,9	3,0	2,7	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	8,6	5,3	4,9	2,9	3,4	3,5	3,8	3,9	...
Confianza del consumidor *(valor)*	104,5	105,4	102,7	106,3	98,9	102,2	109,6	112,8	104,7
Producción industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,5	0,0	–0,4	–0,5	–0,9	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) *(valor)*	53,5	47,1	46,9	49,1	48,8	47,1	46,5	48,4	49,3
Viviendas iniciadas *(miles)*	1.552	1.421	1.481	1.407	1.340	1.332	1.312	1.289	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano *(valor)*	307	312	322	325	329	332	334	...	...
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	3,6	3,6	3,7	3,8	4,0	4,2	4,1	4,2	...
Tasa de empleo *(% pobl. > 16 años)*	60,0	60,3	60,3	60,2	60,1	60,1	60,0	59,8	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–3,8	–3,1	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–3,0	–3,0	...
Precios									
Inflación general	8,0	4,1	3,2	3,2	3,2	2,6	2,6	2,7	...
Inflación núcleo	6,2	4,8	4,0	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	...

JAPÓN

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Actividad									
PIB real	0,9	1,5	0,7	–0,9	–0,9	0,5	–	–	–
Confianza del consumidor *(valor)*	32,2	35,2	36,5	38,9	37,0	36,8	36,2	36,4	36,2
Producción industrial	0,0	–1,4	–0,9	–4,3	–2,9	–1,8	–0,3	–2,0	...
Índice actividad empresarial (Tankan) *(valor)*	9,5	7,0	13,0	11,0	13,0	13,0	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	...
Balanza comercial [1] *(% PIB)*	–2,1	–3,0	–1,9	–1,2	–1,0	–1,0	–1,0	–1,0	...
Precios									
Inflación general	2,5	3,3	2,9	2,5	2,7	2,8	2,2	2,9	...
Inflación subyacente	1,1	3,9	3,9	3,2	2,2	2,0	2,2	2,4	...

CHINA

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Actividad									
PIB real	3,0	5,2	5,2	5,3	4,7	4,6	–	–	–
Ventas al por menor	–0,8	7,8	8,3	4,7	2,6	2,7	4,8	3,0	...
Producción industrial	3,4	4,6	6,0	5,8	5,9	5,0	5,3	5,4	...
PMI manufacturas (oficial)	49,1	49,9	49,3	49,7	49,8	49,4	50,1	50,3	50,1
Sector exterior									
Balanza comercial [1,2]	899	865	865	841	863	895	935	964	...
Exportaciones	7,1	–5,1	–3,3	–1,7	4,4	5,4	12,5	7,0	...
Importaciones	0,7	–5,5	0,9	1,7	2,6	2,4	–2,3	–3,9	...
Precios									
Inflación general	2,0	0,2	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,3	0,2	...
Tipo de interés de referencia [3]	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,2	7,3

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

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Ventas al por menor *(variación interanual)*	1,4	–1,9	–0,6	–0,2	0,2	1,9	1,9	...	...
Producción industrial *(variación interanual)*	1,7	–1,7	–3,6	–4,7	–3,8	–1,6	–1,2	...	...
Confianza del consumidor	–21,9	–17,4	–16,7	–15,4	–14,3	–13,2	–12,5	–13,7	–14,5
Sentimiento económico	102,1	96,4	94,9	96,0	95,9	96,2	95,7	95,8	...
PMI manufacturas	52,1	45,0	43,9	46,4	46,3	45,5	46,0	45,2	45,1
PMI servicios	52,1	51,2	48,4	50,0	53,1	52,1	51,6	49,5	51,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) *(variación interanual)*	2,4	1,4	1,3	1,1	0,9	0,9	–	–	–
Tasa de paro *(% pobl. activa)*	6,8	6,6	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3	6,3	...
Alemania *(% pobl. activa)*	3,1	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	...
Francia *(% pobl. activa)*	7,3	7,3	7,5	7,4	7,5	7,5	7,6	7,7	...
Italia *(% pobl. activa)*	8,1	7,7	7,5	7,1	6,7	6,1	5,8	5,7	...
PIB real *(variación interanual)*	3,6	0,5	0,1	0,4	0,5	0,9	–	–	–
Alemania *(variación interanual)*	1,5	–0,1	–0,2	–0,1	–0,2	–0,3	–	–	–
Francia *(variación interanual)*	2,7	1,1	1,2	1,4	0,9	1,2	–	–	–
Italia *(variación interanual)*	4,9	0,8	0,3	0,3	0,7	0,4	–	–	–

Precios

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
General	8,4	5,5	2,7	2,6	2,5	2,2	2,0	2,2	2,4
Núcleo	3,9	5,0	3,7	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7

Sector exterior

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Saldo corriente	0,0	2,1	2,1	2,6	3,1	3,6	3,7	...	...
Alemania	4,4	5,8	5,8	6,1	6,3	6,2	6,1	...	...
Francia	–1,2	–1,0	–1,0	–0,5	–0,4	–0,1	–0,2	–0,3	...
Italia	–1,7	0,0	0,0	0,5	0,9	1,0	1,1	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal[1] *(valor)*	**90,9**	**94,7**	**95,1**	**95,2**	**95,2**	**95,6**	**95,0**	**94,1**	**93,4**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras[2]	6,7	2,7	0,1	0,3	0,4	0,8	1,2	1,0	...
Crédito a hogares[2,3]	4,4	1,7	0,5	0,3	0,3	0,6	0,8	0,9	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras[4] *(%)*	1,8	4,6	5,2	5,1	5,1	4,9	4,6	4,4	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda[5] *(%)*	2,0	4,4	4,9	4,8	4,8	4,7	4,4	4,3	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	6,3	–8,5	–10,8	–8,8	–5,5	–2,5	0,1	1,5	...
Otros depósitos a corto plazo	4,5	21,1	21,1	18,4	14,4	10,5	7,3	6,1	...
Instrumentos negociables	3,7	20,3	19,9	20,5	19,7	21,9	20,1	17,0	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares *(%)*	0,5	2,7	3,3	3,2	3,1	3,0	2,7	2,6	...

Notas: *1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulizaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.*

Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.*

La economía española acaba 2024 entre los primeros de la clase

Este pasado 2024 ha sido un año de sorpresas al alza. En enero, el consenso de analistas publicado por Funcas situaba sus previsiones de crecimiento del PIB para el conjunto del año en el 1,6%. En noviembre, esta cifra prácticamente se dobló hasta el 3,0%, ligeramente por encima del 2,8% que estimamos en septiembre desde CaixaBank Research. En esta línea, el Banco de España revisó al alza las previsiones de crecimiento del PIB este pasado diciembre, hasta el 3,1% para el 2024 y hasta el 2,5% para el 2025 (0,3 p. p. más que en sus anteriores previsiones en ambos casos). En cuanto a la inflación, el Banco de España ha dejado las previsiones prácticamente inalteradas con un pequeño ajuste de 1 décima al alza en 2026, hasta el 1,8%.

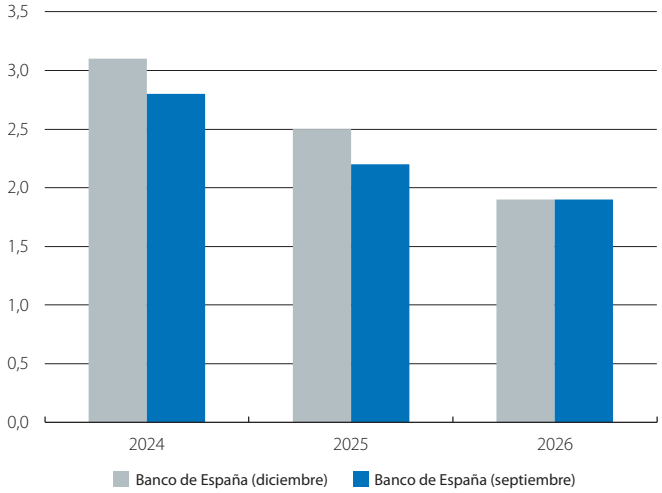
A finales del año pasado esperábamos que se produjera un cambio en el patrón de crecimiento hacia un mayor peso de la demanda interna, después de dos años en los que el motor del crecimiento fue la demanda externa. La normalización del sector turístico y el agotamiento de los ahorros acumulados durante la pandemia nos hacían pensar que este cambio en el patrón productivo vendría acompañado de una ligera desaceleración. Sin embargo, las exportaciones, especialmente las de servicios, tanto turísticos como no turísticos, han seguido batiendo récords y el consumo de los hogares ha sido más dinámico de lo previsto, lo cual explica el goteo de revisiones al alza a lo largo del año. Los principales indicadores apuntan a que el buen desempeño de la economía continuó durante el 4T 2024. Para 2025 prevemos que el crecimiento siga siendo dinámico, aunque probablemente no tanto como en 2024.

El PIB siguió creciendo de forma dinámica en el 3T 2024. En la segunda estimación del PIB del 3T, el INE confirmó que el crecimiento de la economía se situó en el 0,8% intertrimestral, un ritmo de crecimiento similar al del 2T, y se situó un 6,6% por encima del nivel del 4T 2019. El cambio en el patrón de crecimiento se reafirmó al avanzar el consumo de los hogares y el consumo público un 1,2% y un 2,5%, respectivamente; el mayor ritmo de avance de los últimos dos años. En sentido opuesto, la inversión cayó un 1,3% y se mantiene un 0,5% por debajo del nivel del 4T 2019. Por último, las exportaciones siguieron avanzando de forma bastante dinámica, pero el mayor crecimiento de las importaciones supuso una contribución negativa del sector exterior de 0,2 p. p. al crecimiento intertrimestral.

Los principales indicadores auguran un buen dato de crecimiento para el 4T. A falta de la publicación del dato de crecimiento del último trimestre del año, los principales indicadores de actividad mantuvieron los buenos registros del resto del trimestre. El indicador de consumo de CaixaBank Research creció en diciembre un 3,2% interanual y cerró el mejor tri-

España: proyecciones del PIB del Banco de España

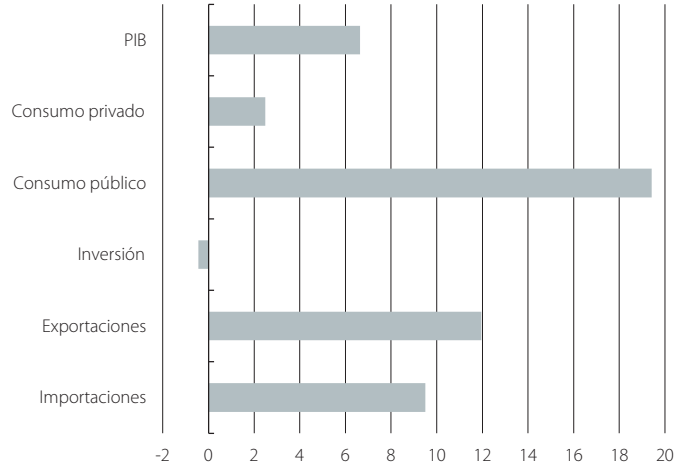
Variación interanual (%)



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

España: PIB y sus componentes

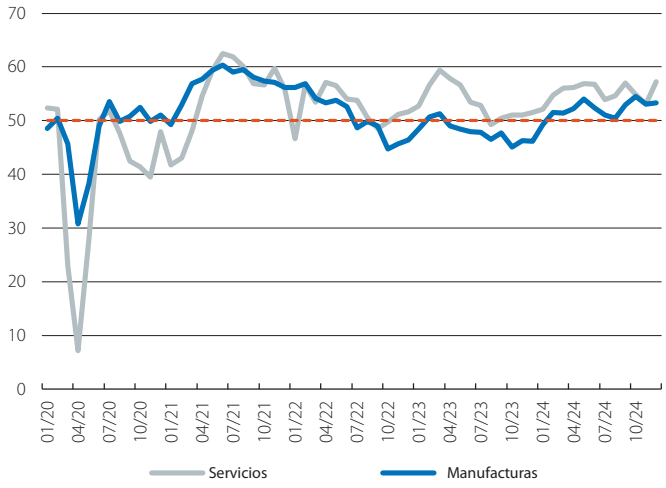
Variación en el 3T 2024 respecto al 4T 2019 (%)



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

España: PMI

Nivel



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

mestre del año con un avance del 4,0%. De este modo, el consumo de los españoles creció un 3,5% interanual en promedio en 2024 (4,8% en 2023) a la vez que la inflación se moderó hasta el 2,8% en promedio (3,5% en 2023). Por otro lado, los índices de confianza empresariales se mantienen cómodamente en la zona de expansión, por encima de los 50 puntos: el índice PMI del sector servicios subió con fuerza en diciembre hasta los 57,3 puntos (53,1 en noviembre), mientras que el de manufacturas se mantuvo en un registro similar al del mes anterior (53,3 en diciembre *vs.* 53,1 en noviembre).

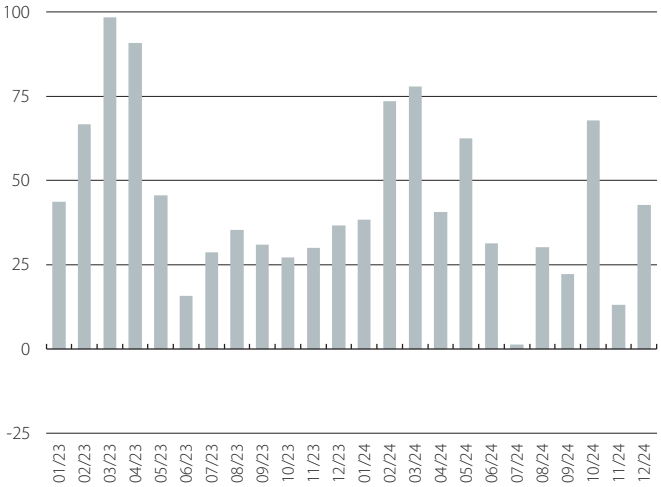
Un buen año para el empleo. La creación de empleo, clave para entender el buen desempeño de la economía a lo largo de 2024, se volvió a acelerar en diciembre al sumar 35.500 nuevos afiliados, por encima de los 29.900 del mismo mes de 2023. Así, el mercado laboral español cerró el año con un aumento de más de 500.000 nuevos afiliados y sitúa el número total de afiliados en la Seguridad Social en 21.337.962. En términos desestacionalizados, el aumento fue de 42.700 nuevos afiliados, de modo que el crecimiento intertrimestral de la afiliación en el 4T se aceleró hasta el 0,5%, frente al 0,3% del trimestre anterior. Por último, el número de parados cayó en 25.300 personas y sitúa su número total en los 2,560 millones, la cifra más baja desde diciembre de 2007.

La buena marcha del mercado laboral impulsa la renta de las familias. La renta bruta disponible de las familias (RBD) creció en el 3T un 8,2% interanual. El principal factor detrás de este aumento de la RBD fue la buena marcha del mercado laboral, que impulsó el crecimiento de la remuneración de los asalariados hasta el 7,4%, mientras que las prestaciones sociales crecieron en menor medida, el 5,8%. Dado que el aumento del gasto en consumo final fue del 6,6% (inferior al de la renta bruta), la tasa de ahorro aumentó. En concreto, la tasa de ahorro acumulada de cuatro trimestres subió en 0,3 p. p., hasta el 13,7%.

El repunte de la inflación continúa, pero se mantiene contenida. La inflación durante el 4T ha estado marcada por una tendencia al alza, después de alcanzar en septiembre el registro más bajo desde principios de 2021. Así, según el dato avanzado por el INE, la inflación subió por tercer mes consecutivo en diciembre hasta el 2,8%, 0,4 p. p. más que en noviembre, impulsada principalmente por el precio de los carburantes y, en menor medida, por los precios de los servicios relacionados con el ocio y la cultura. La inflación subyacente, por otro lado, repuntó 0,2 p. p. hasta el 2,6%. Los datos tanto de inflación general como subyacente se situaron por debajo del rango esperado por CaixaBank Research en el escenario vigente que elaboramos en septiembre, en buena parte debido a que los precios de la energía se han mantenido más contenidos de lo esperado. De confirmarse estos datos, la inflación general promedio en 2024 se situaría en el 2,8% interanual (3,5% en 2023) y la inflación subyacente promedio en el 2,9% (6,0% en 2023).

España: afiliados a la Seguridad Social

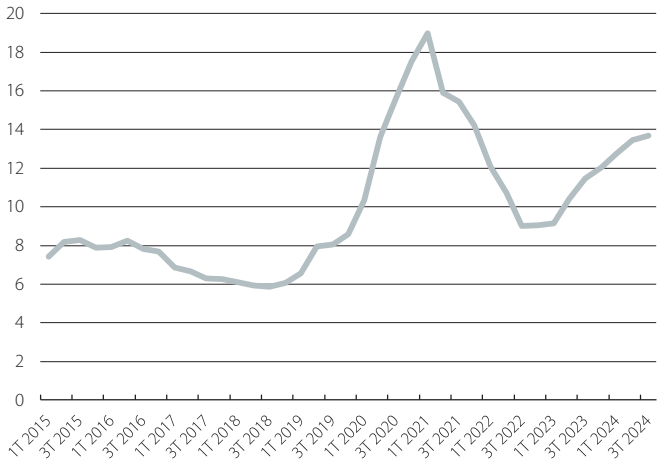
*Variación intermensual (miles) **



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

España: tasa de ahorro de los hogares

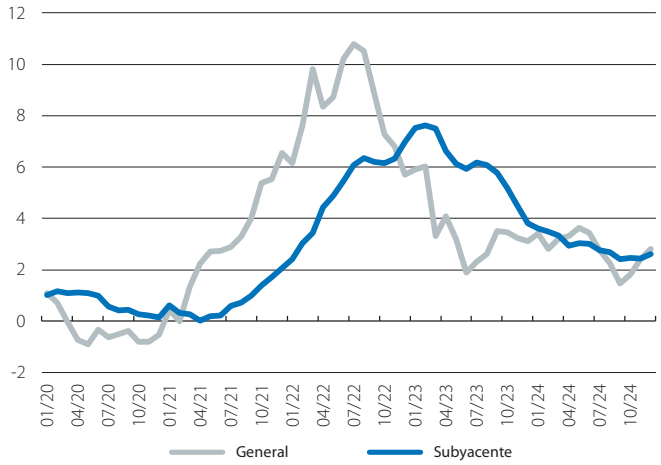
Renta bruta disponible (%)



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

España: inflación

Variación interanual (%)



Nota: *La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

El repunte del ahorro: magnitud, distribución e importancia de la demografía

Los últimos datos reafirman el elevado ahorro

Los datos de las cuentas no financieras del 3T confirman que la tasa de ahorro de los hogares españoles continúa siendo muy elevada: en el acumulado de los cuatro últimos trimestres ya alcanza el 13,7% de la renta bruta disponible (RBD), un aumento notable, tanto respecto a hace un año (11,5%) como respecto al promedio histórico del 7,3% en 2015-2019. Ello es resultado de un crecimiento de la RBD (nominal) muy dinámico en los tres primeros trimestres de 2024, del 9,4% interanual y superior al del gasto (nominal) de las familias del +6,7%. De esta manera, en el último año y medio, la tasa de ahorro ha repuntado en 4,6 puntos y en 5,1 puntos desde finales de 2019.

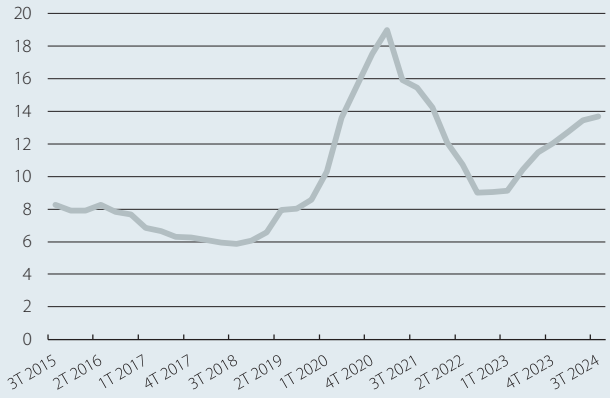
Sin embargo, este aumento de la tasa de ahorro puede variar sustancialmente en función del nivel de renta de los hogares, por lo que es importante analizar cómo se distribuye según el nivel de ingresos. Con datos internos de CaixaBank debidamente anonimizados, observamos un aumento de la tasa de ahorro de 4,6 puntos entre finales de 2019 y el 2T 2024, muy similar a los 4,8 puntos observados en las cuentas no financieras en ese mismo intervalo temporal. Menos del 2% del repunte es aportado por hogares en el primer cuartil de renta, el 21% por hogares en el segundo cuartil, el 28% por los del tercer cuartil y un elevado 49% por hogares en el cuarto cuartil de renta (véase el tercer gráfico). Este peso tan sustancial del cuarto cuartil, el que tiene más capacidad de ahorro por otra parte, es similar en magnitud al estimado por el Banco de España en sus proyecciones macroeconómicas de septiembre.

¿Hay factores estructurales detrás del aumento del ahorro? Un análisis por edades

La fortaleza del ahorro en 2024 refleja una miríada de factores, algunos coyunturales y otros más estructurales. Entre los coyunturales destacan los tipos de interés altos, que incentivan el ahorro financiero al aumentar los rendimientos de este; sin ir más lejos, en el 2T las familias adquirieron activos financieros por valor de 53.465 millones, casi el doble del promedio de los 2T en 2014-2019 (27.650 millones). Otros motivos detrás del mayor ahorro pueden ser también para destinarlo a amortizar deuda, unos niveles de confianza por debajo de los promedios y quizás incluso una mayor prudencia por parte de los hogares tras los recientes *shocks* (COVID, energía y encarecimiento de los alimentos).

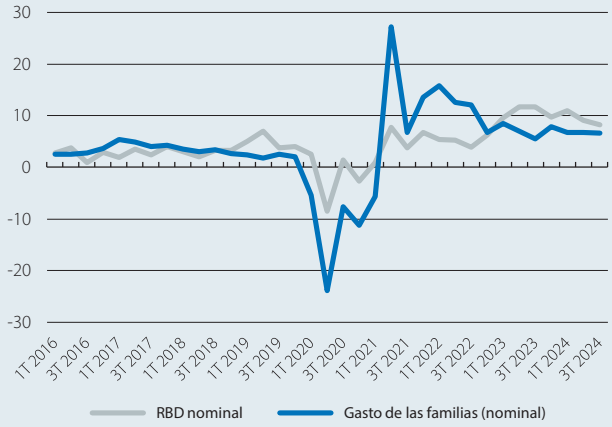
La tasa de ahorro va a ir descendiendo en los próximos años gracias a la mejora en los factores cíclicos de la mano de la reducción de los tipos de interés y una mejora del clima de confianza. Sin embargo, existe una gran incertidumbre

España: tasa de ahorro de los hogares
(% de la renta bruta disponible)



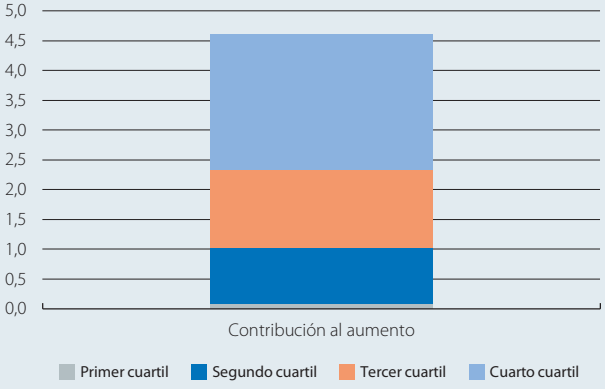
Nota: *Acumulado de cuatro trimestres.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: renta bruta disponible (RBD) y consumo de los hogares
Variación interanual (%)



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

España: aumento de la tasa de ahorro entre 2019 y 2024 por grupos de ingresos
(p. p. de la renta bruta disponible)



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

sobre la velocidad a la que se reducirá la tasa de ahorro. Si el repunte del ahorro que estamos viendo responde también a factores estructurales, entonces la bajada de la tasa de ahorro en los próximos años podría ser relativamente suave y gradual.

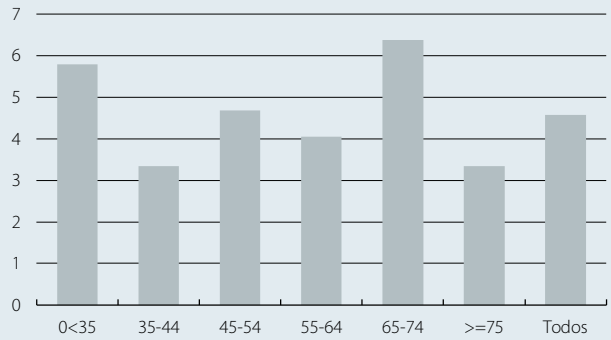
Entre los factores estructurales, el que más se ha destacado en el debate público desde un punto de vista teórico ha sido el envejecimiento de la población.[1] Esto se podría deber al hecho de que, al haber aumentado la longevidad, estos hogares consideran que, actualmente, tienen que ahorrar más de cara a los gastos sanitarios de los próximos años. En esta segunda parte del artículo analizamos de forma empírica, gracias a los datos internos y anonimizados de CaixaBank, si se confirma que el envejecimiento puede explicar una parte del aumento de la tasa de ahorro agregada.

Pues bien, según los datos internos, son precisamente las generaciones entre 65 y 74 años[2] las que más han aumentado su tasa de ahorro entre julio de 2023 y junio de 2024 con respecto a 2019, tal y como se observa en el cuarto gráfico,[3] mientras que el repunte de la tasa de ahorro de los hogares en edad de trabajar es menor al promedio (y algo mayor para autónomos que para trabajadores por cuenta ajena). En concreto, el repunte en la tasa de ahorro para las cohortes entre 65 y 74 años es un 32% mayor que el observado en el promedio para toda la muestra, que es de 4,6 p. p. Esto apunta a que los factores estructurales podrían estar jugando un papel relevante a la hora de explicar el aumento del ahorro, de tal forma que posiblemente contribuirán a suavizar la velocidad a la que se reducirá la tasa de ahorro de los hogares españoles a nivel agregado.

Eduard Alcobé y Javier Garcia-Arenas

España: aumento de la tasa de ahorro por grupos de edad entre 2019 y 2024

(p. p. de la renta bruta disponible)



Nota: *La muestra es abierta y los hogares que entran en la muestra analizada deben tener un ingreso mensual de al menos 100 euros. Eliminamos, para limpiar la muestra, hogares que aparecen en 2019 y en la actualidad con aumentos de consumo entre 2019 y 2023 superiores al 120% o caídas superiores al 50%.*

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

1. AIReF también encuentra que son las generaciones mayores las que han aumentado más el ahorro. Véase el Recuadro 2 del «Informe sobre ejecución presupuestaria, deuda pública y regla de gasto 2024» publicado el pasado julio.
2. En hogares formados por más de una persona, cogemos la edad del miembro del hogar con más ingresos.
3. La tasa de ahorro es la suma de todos los ingresos menos todos los gastos en el numerador y la suma de todos los ingresos en el denominador. Hemos agregado estos conceptos entre julio de 2023 y junio de 2024 y los hemos comparado con el año 2019 para obtener el repunte de la tasa de ahorro entre estos dos periodos. Para los ingresos se han tenido en cuenta las principales fuentes de ingresos: nóminas, prestaciones de desempleo, pensiones públicas y ayudas públicas. No hemos incluido alquileres cobrados ni pagados. En cuanto al consumo, hemos examinado los movimientos con tarjetas y las retiradas de efectivo de los cajeros y hemos incluido también los recibos domiciliados y transferencias de personas físicas a jurídicas.

El apetito de los extranjeros por comprar una vivienda en España tras la pandemia

La demanda de vivienda en España por parte de extranjeros ha crecido de forma muy significativa tras la pandemia. Según los datos de transacciones inmobiliarias del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana (MIVAU), los extranjeros compraron 125.857 viviendas en el último año hasta el 3T 2024, un 18,4% del total, lo que supone un 30,7% más de transacciones que en 2019.[1] En comparación, las compraventas por parte de españoles se encuentran un 17,7% por encima del nivel de 2019. No cabe duda de que la demanda extranjera es un pilar fundamental para explicar la fortaleza de la demanda de vivienda en el ciclo expansivo actual. Como veremos, gran parte de esta demanda procede de extranjeros que residen en España, un colectivo que ha ido en aumento en los últimos años, en los que se ha producido una llegada notable de inmigrantes a nuestro país.

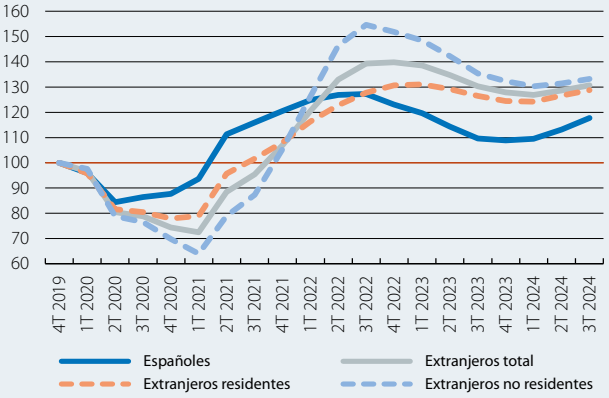
Diferencias entre los compradores extranjeros residentes y no residentes

Entre los compradores extranjeros se observa un comportamiento diferencial entre los que residen en España y los que no. Estos dos colectivos presentan, en general, motivos de compra diferenciados: los no residentes suelen adquirir una vivienda en España por motivos vacacionales y tienen preferencia por las zonas turísticas, mientras que los residentes lo suelen hacer por motivos laborales o educativos, y es más habitual que compren en zonas más urbanas.[2] También hay diferencias en cuanto al precio medio por metro cuadrado de las viviendas adquiridas: los no residentes adquieren viviendas de mayor precio por metro cuadrado (2.895 €/m^2 en el 1S 2024) que los residentes (1.734 €/m^2) y los nacionales (1.659 €/m^2).[3] En cuanto a las nacionalidades, los principales compradores no residentes proceden de países europeos, con británicos, alemanes, holandeses, belgas y franceses a la cabeza (48,5% del total). Entre los extranjeros residentes, los marroquíes fueron los principales compradores en el 1S 2024, seguidos por rumanos e italianos, liderando la cuota de compraventas en la mayoría de las comunidades autónomas, con la excepción de Galicia y Madrid, donde fueron los portugueses y los chinos, respectivamente, las nacionalidades con mayor número de compraventas.

1. Según el Colegio de Registradores, las compraventas por parte de extranjeros supusieron el 14,9% del total, unas 87.600 compraventas, acumulado de cuatro trimestres hasta el 3T 2024. En este artículo, usamos los datos de MIVAU (procedentes de Notariado), porque permiten distinguir entre extranjeros residentes y no residentes.
2. Las compraventas de extranjeros no residentes representan alrededor de un 44% del total de compraventas de extranjeros (datos acumulados de cuatro trimestres hasta el 3T 2024).
3. Datos de precio medio y nacionalidades de Notariado: «Informe analítico de compraventa de vivienda por parte de extranjeros 1S 2024».

España: compraventas de viviendas por nacionalidad y residencia del comprador

Índice (100 = 4T 2019)



Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.*

En el gráfico se observa que, durante la pandemia, las compraventas de extranjeros no residentes descendieron de forma más acusada (un –30,2% frente al –22,1% de los extranjeros residentes y al –12,2% de los españoles en 2020) debido a las restricciones a la movilidad internacional en ese momento. Sin embargo, las adquisiciones de no residentes experimentaron un fuerte repunte en 2021, y especialmente en 2022, muy superior al de los residentes y españoles.

Con el aumento de los tipos de interés, las compraventas descendieron para todas las tipologías de comprador en 2023. Sin embargo, el descenso fue más moderado para los extranjeros residentes (–4,7%) que para los no residentes (–12,9%) y españoles (–11,6%), pues la subida de tipos de interés ha coincidido con una oleada migratoria[4] muy significativa que está impulsando la compraventa de vivienda por parte de extranjeros residentes.[5]

Diferencias regionales: los extranjeros escogen zonas turísticas y urbanas

El auge de la compraventa de viviendas por parte de extranjeros no ha afectado por igual a todo el territorio, pues estas se concentran en zonas turísticas (archipiélagos y arco mediterráneo) y urbanas (especialmente Barcelona y Madrid). La tabla recoge las 10 provincias con mayor número de compraventas de extranjeros en el 3T 2024 (acumulado de cuatro trimestres). Estas provincias acapa-

4. Aumento de alrededor de 1 millón de personas extranjeras entre 2022 y 2023.
5. Para un análisis sobre la relación entre el incremento de población y el aumento del precio de la vivienda, véase «Población y precio de la vivienda en España: una relación estrecha», publicado en el *Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2024*.

ran el 76% del total de compraventas de extranjeros, un 90% de las compraventas de no residentes, pero solamente el 66% de las de residentes, lo que muestra la mayor dispersión geográfica de estas últimas.

Alicante es la provincia con más compradores extranjeros, donde estos protagonizan aproximadamente la mitad del total de compraventas, con gran presencia de no residentes (68,6% del total de extranjeros). Otras provincias turísticas, como Málaga o Baleares, también se caracterizan por el elevado peso de los extranjeros no residentes. En cambio, los extranjeros residentes predominan en Barcelona, Madrid y Valencia.

El fin de los visados de oro tendrá un impacto limitado

En 2013, se aprobó la Ley 14/2013, que permitía a personas no residentes en la UE obtener permisos de residencia en España a cambio de inversiones significativas en el país, como la compra de inmuebles por más de 500.000 euros. Según datos del Gobierno, desde que se aprobó la ley hasta octubre de 2024, se han concedido 15.149 visados de oro o Golden Visas ligadas a inversiones en bienes inmuebles, la mayoría a ciudadanos de China, Rusia, el Reino Unido, EE. UU., Ucrania, Irán, Venezuela y México. Las principales provincias de inversión son Barcelona, Madrid, Málaga, Alicante, Baleares y Valencia, que concentran el 90% de las autorizaciones concedidas en todo el territorio nacional.[6]

La Comisión Europea ha mostrado en reiteradas ocasiones su preocupación sobre este tipo de programas que ofrecen la residencia a cambio de inversión, dado que pueden exponer a la UE a riesgos de seguridad, lavado de dinero y evasión fiscal, preocupación que se ha intensificado a raíz de la guerra en Ucrania. Varios países están retirando este tipo de esquemas.[7] En España, la ley que pone fin a los visados de oro ha sido aprobada en enero de 2025 y entrará en vigor en abril. Sin embargo, el impacto de esta eliminación sobre el mercado inmobiliario debería ser limitado, pues representan una fracción muy poco significativa del total de compraventas.

Judit Montoriol Garriga

Top 10 *provincias por compraventas de viviendas por parte de extranjeros*

	Número	Variación entre 2019 y el 3T 2024	% de extranjeros *	% de no residentes **
Total nacional	**125.857**	**30,7%**	**18,4**	**44,0**
Alicante	28.239	35,3%	50,9	68,6
Málaga	14.094	36,1%	38,1	72,1
Barcelona	10.930	35,5%	16,6	16,9
Madrid	8.459	11,2%	10,2	13,0
Valencia	8.380	35,4%	20,4	22,4
Murcia	7.349	42,0%	28,4	57,2
Baleares	5.689	2,2%	37,7	66,8
Santa Cruz de Tenerife	4.931	24,1%	38,6	56,2
Las Palmas	4.069	15,6%	28,8	56,0
Girona	3.983	9,8%	27,6	56,5

Notas: *Datos acumulados de 4 trimestres hasta el 3T 2024. * Compraventas de extranjeros, en porcentaje del total de compraventas. ** Compraventas de los no residentes, en porcentaje del total de extranjeros.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana.*

6. La Ley Orgánica 1/2025, de 2 de enero, de medidas en materia de eficiencia del Servicio Público de Justicia, deja sin contenido los artículos 63 a 67 de la Ley 14/2013 que establecían las condiciones para optar a la Golden Visa.
7. Irlanda suprimió su visado dorado en febrero de 2023, Portugal eliminó su visado de inversión inmobiliaria en 2023 y los Países Bajos suprimieron el suyo en enero de 2024. Albania tenía previsto introducir una Golden Visa en 2022, pero la Comisión Europea la instó a abstenerse.

El turismo internacional de negocios desde la pandemia

Después de un 2023 en el que los principales indicadores turísticos retomaron los niveles máximos de 2019, el sector turístico español no solo sigue sin mostrar signos de agotamiento cíclico, sino que ha mantenido su atractivo a lo largo de 2024, especialmente entre los turistas internacionales. En 2024, estimamos que alrededor de 94 millones de turistas extranjeros visitaron nuestro país, lo que representa un aumento de 9 millones respecto a 2023 (un crecimiento del 10%).[1]

A pesar de la alta competitividad del modelo turístico español, la recuperación de los distintos tipos de turistas ha sido desigual. Este artículo examina cómo han cambiado los motivos de las visitas internacionales, comparando la situación actual con la de 2019, para evaluar si ha habido cambios significativos en los patrones de consumo relevantes para el sector. Para ello, se utilizan las estadísticas de llegadas de turistas internacionales del INE (FRONTUR), que distinguen entre tres motivos principales de viaje: ocio, recreo y vacaciones; negocios y motivos profesionales; y otros motivos.

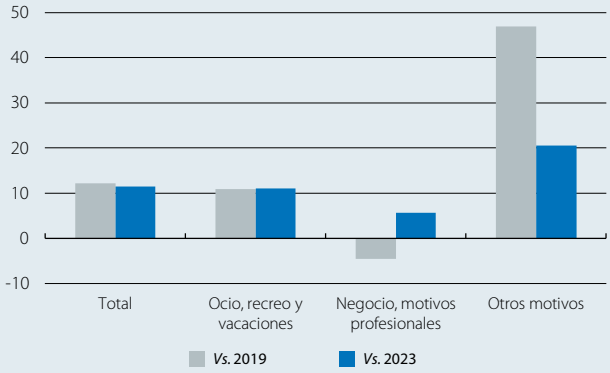
El principal motivo por el que los extranjeros visitan España es vacacional y de ocio. En 2024, visitaron nuestro país 81 millones de turistas extranjeros por este motivo (el denominado turista vacacional y de ocio), unos 8 millones más que en 2019. Sin embargo, el colectivo que más crece son los turistas por «otros motivos», que han repuntado más de un 40% respecto a 2019 (2,4 millones de visitas adicionales en 2024). En esta categoría se incluyen viajes que pueden abarcar desde visitas a familiares y amigos, pasando por estudios, tratamientos médicos o incluso por peregrinaciones religiosas, entre otros. Aunque es cierto que su peso sobre el total de llegadas es mucho más modesto que en el caso de ocio y recreo, ya supone el 8,2% de las llegadas a nuestro país, 2 puntos más que en 2019.

Finalmente, las llegadas por negocios y motivos profesionales, el llamado turista de negocios, son las únicas que no han recuperado aún los niveles prepandemia: hay una brecha de unas 240.000 llegadas respecto a los niveles de 2019 y, además, son las que menos están creciendo actualmente (5,7% en 2024 frente a 11% por motivos de ocio y 21% por otros motivos). Entre los principales emisores de turistas de negocios, los mayores descensos se producen en las llegadas de turistas portugueses, belgas y británicos, entre otros, mientras que solo destaca el aumento de las visitas procedentes de EE. UU.

1. Los datos que se recogen en este artículo consideran el acumulado de 12 meses hasta el mes de noviembre, último dato disponible a la fecha de cierre de este artículo, y se comparan con el mismo periodo para 2019 y 2023.

España: llegada de turistas según el motivo del viaje

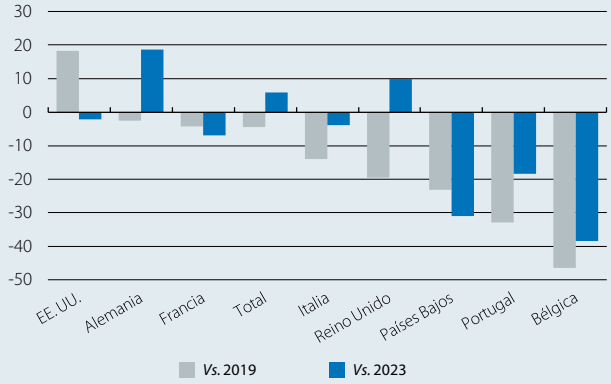
Variación en el año 2024 (%)



Nota: *Los datos corresponden al promedio de 12 meses hasta noviembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: llegadas de turistas de negocios según procedencia

Variación en el año 2024 (%)



Nota: *Los datos corresponden a la suma de 12 meses hasta noviembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Las tendencias laborales pospandemia, con un incremento significativo del teletrabajo, el uso exponencial de herramientas que facilitan las reuniones virtuales y los recortes en los gastos por desplazamiento por parte de las empresas explican el descenso de ese turista internacional que se desplazaba para acudir a reuniones en otros países, traslados que suponen estancias más cortas. De hecho, las estancias de turistas de negocios de menos de tres días se han reducido un 16% entre 2024 y 2019.

Por el contrario, aumentan las llegadas de larga estancia, aquellas que suponen desplazamientos para acudir a ferias y eventos profesionales que no se pueden realizar de forma virtual. Las llegadas con una duración de entre 4 y 15 noches crecen un 11% respecto a 2019 y ya supone el 46% de las llegadas de turistas de negocios, 6 puntos más que en 2019. De hecho, el sector MICE (*Meetings*, *Incentives*, *Conferences*, *and Exhibitions*), que engloba la celebra-

ción de ferias y eventos de carácter sectorial y empresarial, está ganando cada vez más atractivo en nuestro país, con un aumento en el número de expositores y asistentes en 2023 y 2024. La mayor parte de este segmento de negocio se concentra en las regiones de mayor dinamismo económico y mayor proyección internacional: Madrid, Cataluña, Andalucía y Comunidad Valenciana concentran el 75% de los turistas de negocios en nuestro país.[2]

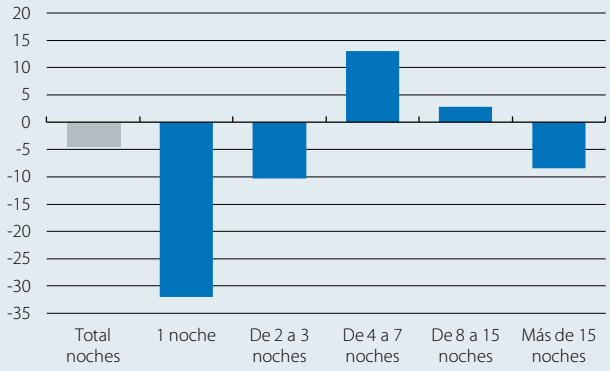
En cualquier caso, el turismo de negocios representó el 6,0% del total de llegadas en el periodo 2016-2019, un peso que se ha reducido al 5,4% en 2024. En este sentido, este segmento de negocio tiene margen de mejora a medio y largo plazo, lo que puede ser motivo adicional de llegadas de turistas en próximos años. La recuperación de este segmento es especialmente relevante para el sector turístico español. En primer lugar, porque se trata de turistas que realizan un mayor gasto: en 2024, unos 1.400 euros por turista (100 euros más que el turista vacacional medio) y cerca de 240 al día (50 euros más por día que el turista medio). En 2024, los ingresos asociados a los viajes por motivos de negocios ascendieron a 7.126 millones de euros. En segundo lugar, porque este colectivo es especialmente relevante para nuestro sector hotelero: en 2024, el 86% de los turistas de negocios se alojó en un hotel en nuestro país, frente al 68% del turista vacacional o el 33% en el caso de otros motivos.

Pedro Álvarez Ondina

2. Nuestro país acoge ferias y eventos de carácter sectorial que son referentes mundiales: en Madrid, FITUR (turismo), Fruit Attraction (sector agroalimentario) y ARCOmadrid (arte); en Barcelona, Mobile World Congress (telecomunicaciones e IT) y Alimentaria (sector agroalimentario). En 2024, el número de asistentes y expositores a estas ferias aumentó a tasas de dos dígitos respecto a 2023, en el rango del 10%-19%, según los datos de los propios organizadores.

España: turistas de negocios según la duración de la estancia

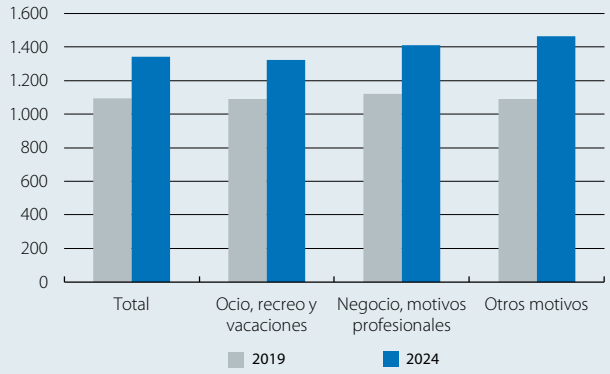
Variación entre 2019 y 2024 (%)



Nota: *Los datos corresponden al promedio de 12 meses hasta noviembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: gasto medio por turista según el motivo del viaje

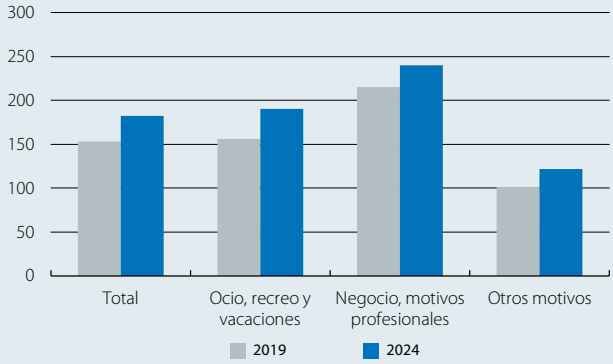
(Euros por turista)



Nota: *Los datos corresponden al promedio de 12 meses hasta noviembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

España: gasto medio diario por turista según el motivo del viaje

(Euros al día)



Nota: *Los datos corresponden al promedio de 12 meses hasta noviembre.*
Fuente: *CaixaBank Research, a partir de datos del INE.*

Indicadores de actividad y empleo

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Industria									
Índice de producción industrial	2,0	–1,4	–1,3	–0,5	0,3	0,6	1,9	...	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–0,8	–6,5	–8,0	–5,2	–5,5	–2,9	–8,0	–5,2	...
PMI de manufacturas (*valor*)	51,0	48,0	45,9	50,7	52,8	51,5	54,5	53,1	53,3
Construcción									
Visados de obra nueva (*acum. 12 meses*)	0,6	0,5	0,5	2,0	4,6	10,2	11,8	...	...
Compraventa de viviendas (*acum. 12 meses*)	14,8	–10,2	–10,2	–11,0	–10,0	–1,1	3,7	...	...
Precio de la vivienda	7,4	4,0	4,2	6,3	7,8	8,2	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	129,8	18,9	18,9	15,8	14,3	12,3	11,9	11,5	...
PMI de servicios (*valor*)	52,5	53,6	51,2	54,3	56,6	55,2	54,9	53,1	57,3
Consumo									
Ventas comercio minorista[1]	2,2	2,5	2,8	1,1	0,5	2,6	3,4	1,0	
Matriculaciones de automóviles	–5,4	16,7	11,7	3,1	8,5	1,7	7,2	6,4	28,8
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–26,5	–19,2	–19,1	–17,2	–14,4	–13,6	...	...	...
Mercado de trabajo									
Población ocupada[2]	3,6	3,1	3,6	3,0	2,0	1,8	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	13,0	12,2	11,8	12,3	11,3	11,2	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social[3]	3,9	2,7	2,6	2,6	2,4	2,3	2,5	2,4	2,4
PIB	**6,2**	**2,7**	**2,3**	**2,6**	**3,2**	**3,3**	**...**	**...**	**...**

Precios

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
General	8,4	3,5	3,3	3,1	3,5	2,2	1,8	2,4	2,8
Subyacente	5,2	6,0	4,5	3,5	3,0	2,6	2,5	2,4	2,6

Sector exterior

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	22,9	–1,4	–1,4	–6,9	–4,9	–1,8	–0,9	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	33,4	–7,2	–7,2	–9,8	–7,1	–3,1	–2,1	...	...
Saldo corriente	**4,8**	**39,8**	**39,8**	**41,2**	**45,4**	**49,6**	**51,5**	**...**	**...**
Bienes y servicios	12,1	58,8	58,8	60,5	65,5	69,3	71,5	...	...
Rentas primarias y secundarias	–7,3	–19,1	–19,1	–19,2	–20,1	–19,7	–20,0	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**17,5**	**56,0**	**56,0**	**56,0**	**61,5**	**66,2**	**68,0**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros[4]

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	3,1	0,3	0,3	3,3	5,2	4,3	4,7	5,6	...
A la vista y preaviso	3,6	–7,4	–7,4	–5,2	–1,9	–1,6	–0,4	1,4	...
A plazo y cesiones temporales (*repo*)	–3,0	100,5	100,5	96,7	68,0	47,5	39,2	32,4	...
Depósitos de AA. PP.[5]	–0,8	0,5	0,5	–4,6	–4,1	14,8	17,0	20,2	...
TOTAL	**2,8**	**0,3**	**0,3**	**2,7**	**4,5**	**5,1**	**5,7**	**6,8**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	–0,4	–3,4	–3,4	–2,6	–1,3	–0,3	0,1	0,4	...
Empresas no financieras	–0,7	–4,7	–4,7	–3,6	–1,8	–0,6	–0,1	0,2	...
Hogares - viviendas	–0,2	–3,2	–3,2	–2,5	–1,5	–0,7	–0,3	0,1	...
Hogares - otras finalidades	0,0	–0,5	–0,5	–0,1	0,7	1,2	1,9	1,9	...
Administraciones públicas	0,6	–3,5	–3,5	–4,8	–2,7	–5,4	–2,4	–3,0	...
TOTAL	**–0,3**	**–3,4**	**–3,4**	**–2,7**	**–1,4**	**–0,7**	**0,0**	**0,2**	**...**
Tasa de morosidad (%)[6]	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,6**	**3,4**	**3,4**	**3,4**	**...**	**...**

Notas: *1. Dato deflactado, excluye estaciones de servicio. 2. Estimación EPA. 3. Datos medios mensuales. 4. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 5. Depósitos públicos, excluidas las cesiones temporales (repo). 6. Dato fin de periodo.*

Fuentes: *CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, Comisión Europea, Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y Banco de España.*

Mejora el tono de la economía portuguesa en el último trimestre de 2024

Los indicadores económicos apuntan a una aceleración de la actividad en el 4T. Los indicadores sintéticos del Banco de Portugal, con datos hasta noviembre, sugieren una aceleración del ritmo de crecimiento de la actividad global hasta el 1,3% en el 4T (1,2% en el 3T) y del consumo privado hasta el 2,8% (*vs.* 2,4%). También confirman esta tendencia otros indicadores, como las ventas minoristas, los gastos con tarjeta y la venta de automóviles, que en el 4T aumentó un 11,9% interanual. A su vez, el indicador de clima económico se fortaleció en el 4T, con mejoras en todos los sectores, especialmente en servicios.

Las perspectivas para 2025 siguen siendo positivas, respaldadas por la resiliencia del consumo, gracias a la solidez del mercado laboral y la recuperación de la renta disponible real, tanto por aumentos salariales como por la contención de la inflación. También parece plausible una aceleración de la inversión, tanto por la reducción de los costes de financiación como por el hecho de que entramos en el penúltimo año de ejecución de los fondos NGEU. En definitiva, los factores internos apuntan a la solidez de la economía, si bien podrían ser contrarrestados por factores externos relacionados, por ejemplo, con el aumento del proteccionismo o el impacto en los precios de las principales materias primas de un eventual agravamiento de factores geopolíticos.

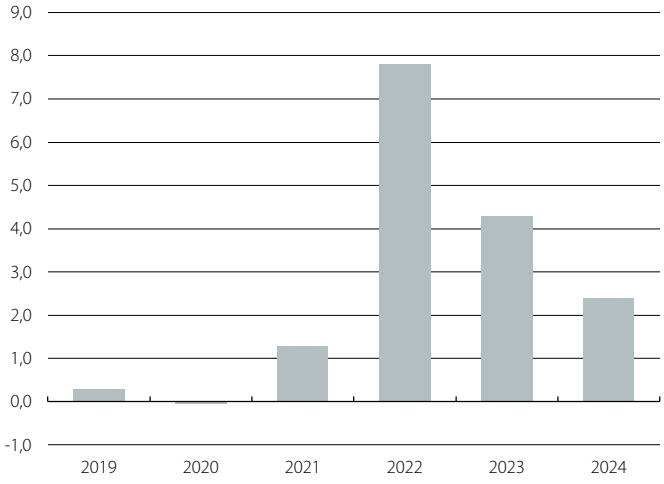
La inflación cerró 2024 con una media anual del 2,4%. En diciembre, la inflación general repuntó al 3,0% (2,5% en noviembre) y la subyacente al 2,8% (*vs.* 2,6%), lo que situó la inflación media de 2024 en el 2,4%, frente al 4,3% de 2023. Para 2025, nuestra previsión actual para la inflación media se sitúa en el 2,1%, valor que marcaría definitivamente el fin del ciclo inflacionista de los últimos años. El horizonte de los precios parece favorable: por un lado, los mercados de futuros de los principales productos agrícolas apuntan a precios más cercanos a los existentes antes de la guerra en Ucrania; en cuanto a los servicios, en las telecomunicaciones, por ejemplo, el aumento de la competencia y el anuncio por parte de algunas operadoras de que mantendrán los precios al mismo nivel apuntaría a una inflación contenida en esta rúbrica.

El mercado de la vivienda cada vez más pujante. El dato del IPH del 3T publicado a finales de diciembre fue contundente: +3,7% trimestral (+3,9% en el 2T) y +9,8% interanual (*vs.* +7,8%). En el 3T, se vendieron 40.909 viviendas, un 19,4% más que en el 3T 2023 y un 10,2% más que en el trimestre anterior. El precio medio de las viviendas vendidas se elevó a 221.300 euros (un 4,3% más respecto al 2T). La publicación de este dato, junto con otros indicadores disponibles del 4T, alimenta la expectativa de un crecimiento medio de precios en 2024 mucho más cercano a la cifra de 2023, por lo que la previsión actual de CaixaBank Research (6,8%) se encuentra bastante sesgada a la baja.

La capacidad de financiación de la economía aumenta hasta el 2,6% del PIB en el 3T 2024. Esto refleja esencialmente el aumento de la capacidad de las familias (4,1% del PIB *vs.* 3,5% en el 2T), como resultado del aumento del ahorro en un 8,4% respecto al trimestre anterior, gracias al crecimiento de la renta disponible, un 2,3%, por encima del consumo (1,6%).

Portugal: inflación

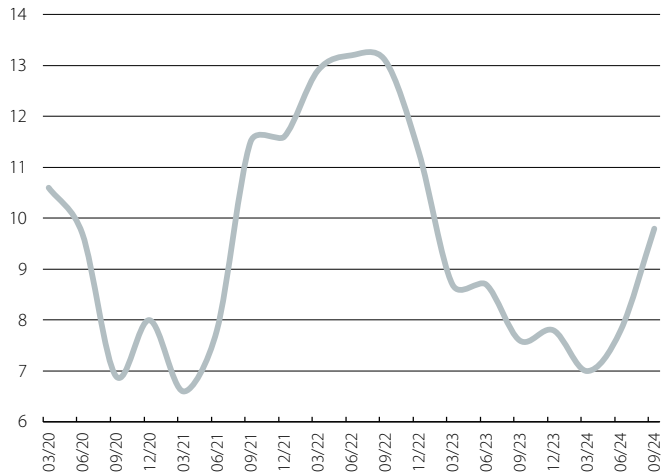
Promedio anual (%)



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

Portugal: índice de precios de la vivienda

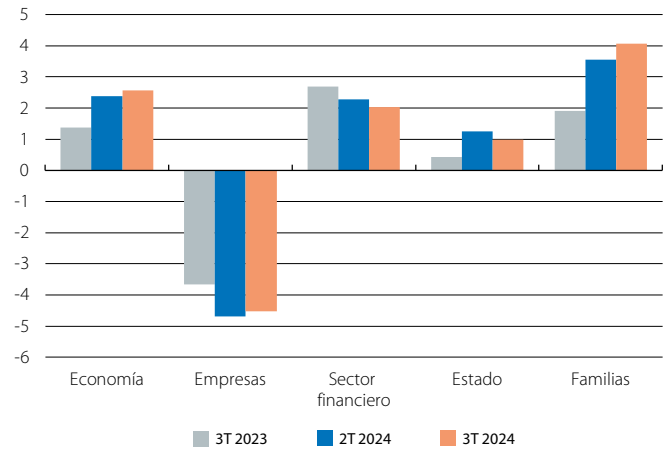
Variación interanual (%)



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

Portugal: capacidad/necesidad de financiación de la economía

(% del PIB)



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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2022	2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
Índice coincidente de actividad	5,9	3,5	2,1	1,4	1,1	...	1,2	1,3	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,8	–3,1	1,4	1,4	–0,8	...	4,7	–2,2	...
Indicador de confianza en la industria (*valor*)	–3,4	–7,4	–7,9	–6,7	–6,2	–3,9	–4,1	–3,5	–4,1
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,2	7,5	–17,6	7,8	11,6	...	8,7	...	...
Compraventa de viviendas	1,3	–18,7	–4,1	10,4	19,4	...	–	–	–
Precio de la vivienda (*euro / m² - tasación*)	13,8	9,1	5,5	6,8	8,5	...	12,0	13,7	...
Servicios									
Turistas extranjeros (*acum. 12 meses*)	158,9	19,1	13,1	9,5	7,8	...	6,7	6,4	...
Indicador de confianza en los servicios (*valor*)	15,2	7,6	6,3	4,3	–0,4	11,9	5,5	12,3	17,9
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,5	1,1	1,8	2,2	3,9	...	5,7	5,7	...
Indicador coincidente del consumo privado	4,1	2,9	2,4	2,2	2,5	...	2,8	3,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (*valor*)	–29,7	–28,6	–24,6	–18,7	–14,3	–14,3	–13,9	–14,0	–15,0
Mercado de trabajo									
Población ocupada	3,3	2,3	1,4	1,0	1,2	...	1,4	1,3	...
Tasa de paro (*% de la población activa*)	6,1	6,5	6,8	6,1	6,1	...	6,6	6,7	...
PIB	**7,0**	**2,3**	**1,4**	**1,6**	**1,9**	**...**	–	–	–

Precios

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

	2022	2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
General	7,8	4,4	2,2	2,7	2,2	2,4	2,3	2,5	3,0
Subyacente	5,6	5,1	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6	2,8

Sector exterior

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

	2022	2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	23,2	–1,4	–5,5	–3,7	0,8	...	2,7	...	...
Importaciones (*variación interanual, acum. 12 meses*)	31,7	–4,0	–7,3	–5,6	–0,9	...	0,0	...	...
Saldo corriente	**–4,7**	**1,3**	**3,1**	**4,4**	**5,2**	**...**	**5,7**	**...**	**...**
Bienes y servicios	–4,8	3,3	4,6	5,2	5,8	...	6,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	0,1	–2,0	–1,5	–0,8	–0,7	...	–0,4	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	**–2,5**	**5,0**	**6,9**	**8,0**	**8,5**	**...**	**9,3**	**...**	**...**

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2022	2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
Depósitos [1]									
Depósitos de hogares y empresas	6,4	–2,3	2,7	5,6	6,0	...	6,6	7,0	...
A la vista y ahorro	12,0	–18,5	–14,8	–8,6	–6,7	...	–3,6	–0,7	...
A plazo y preaviso	–1,2	22,2	27,1	24,0	20,9	...	18,0	15,1	...
Depósitos de AA. PP.	12,4	–12,4	9,1	4,5	29,1	...	7,3	11,1	...
TOTAL	**6,5**	**–2,6**	**2,9**	**5,6**	**6,7**	**...**	**6,6**	**7,1**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Sector privado	1,8	–1,5	–0,8	–0,3	1,1	...	1,5	2,0	...
Empresas no financieras	–0,6	–2,1	–1,7	–1,7	–0,6	...	–0,2	0,3	...
Hogares - viviendas	3,3	–1,4	–0,7	0,1	1,5	...	2,1	2,6	...
Hogares - otras finalidades	2,7	–0,3	1,5	2,5	4,0	...	4,1	4,2	...
Administraciones públicas	–2,7	–5,5	5,9	–5,8	–4,1	...	–3,8	–4,0	...
TOTAL	**1,6**	**–1,7**	**–0,5**	**–0,5**	**0,9**	**...**	**1,4**	**1,8**	**...**
Tasa de morosidad *(%)* [2]	**3,0**	**2,7**	**2,7**	**2,6**	**2,6**	**...**	–	–	–

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

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

Te recomendamos:

Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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

Monitor de consumo

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

Flash de divisas

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

Observatorio Sectorial

En 2024 la economía española ha experimentado un crecimiento generalizado, con pocas excepciones, en todos los sectores de actividad. Las perspectivas para 2025 son asimismo favorables, aunque habrá diferencias en los ritmos de crecimiento y se deberá afrontar sin ambages la transición hacia un sistema de producción más sostenible. El sector del automóvil también deberá afrontar el reto de mantener la competitividad en el nuevo ecosistema global.

Informe Sectorial Agroalimentario 2024

La actividad del sector agroalimentario español está aumentando a ritmos superiores al conjunto de la economía y las perspectivas para la campaña 2024-2025 son favorables. Las exportaciones están superando con éxito el entorno adverso de los últimos años y los precios de los alimentos han empezado a moderar su ritmo de crecimiento, aunque el alza acumulada desde 2019 sigue siendo significativa.

Informe Sectorial Inmobiliario 2S 2024

La vigorosa evolución del sector inmobiliario español en la primera mitad del año nos ha llevado a revisar al alza las previsiones para 2024 y 2025. Aun así, el desajuste entre oferta y demanda condicionará al sector, que además deberá afrontar retos importantes como el cambio climático o los problemas de acceso a la vivienda de la población joven y la más vulnerable.

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

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

© CaixaBank, S.A., 2025
© Banco BPI, 2025

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

CaixaBank Research

ELEMENTAL CHLORINE FREE GUARANTEED

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