

IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 497 | FEBRERO 2025



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

China y el acopio de materias primas: ¿estrategia o crecimiento?

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Midiendo el margen de maniobra fiscal de Trump 2.0

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Estrategia del Tesoro 2025 en un contexto de reducción del déficit público español

Nuevas previsiones para el sector inmobiliario español: el ciclo alcista se afianza en 2025

La estabilidad del empleo mejora en España

INFORME MENSUAL

Febrero 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/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

6 de febrero de 2025

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

- 9 *China y el acopio de materias primas: ¿estrategia o crecimiento?*
Beatriz Villafranca

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 14 *Midiendo el margen de maniobra fiscal de Trump 2.0*
Isabela Lara White

18 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 20 *Estrategia del Tesoro 2025 en un contexto de reducción del déficit público español*
Javier Garcia-Arenas

- 22 *Nuevas previsiones para el sector inmobiliario español: el ciclo alcista se afianza en 2025*
Judith Montoriol Garriga

- 24 *La estabilidad del empleo mejora en España*
Nuria Bustamante y Sergio Díaz

27 ECONOMÍA PORTUGUESA

Agenda Trump: una cuestión de equilibrio

Las primeras semanas de Trump en la Casa Blanca han supuesto un *totum revolutum* de medidas, con implicaciones difíciles de cuantificar en términos económicos y financieros, pues en algunos casos se están utilizando instrumentos de política económica (aranceles) como herramienta de política exterior, lo que dificulta anticipar el objetivo final perseguido y las dinámicas de ajuste de las variables económicas. Ante las dificultades para filtrar el elevado ruido existente, los mercados financieros mantienen una actitud cautelosa, anticipando que a corto plazo no habrá excesivos cambios en las tendencias de crecimiento (desregulación y bajadas de impuestos compensarán los aranceles y las restricciones de inmigración en el mercado de trabajo) y que el precio a pagar en términos de inflación será moderado. Lo que supone confiar en el papel estabilizador de los propios mercados («bond vigilantes») y en el contrapeso de la Fed, así como en la flexibilidad de la oferta mundial para adaptarse a las nuevas restricciones que van a ir apareciendo por el camino. La paradoja es que los cambios los lidera precisamente el país con un mejor comportamiento económico pospandemia, gracias a una combinación de políticas económicas (fiscal, monetaria e industrial) más acertada que en otras regiones y al efecto positivo de la inmigración en el mercado de trabajo. La «nueva» visión de los intercambios comerciales como un juego de suma cero puede ampliar las divergencias económicas y monetarias mundiales y desequilibrar el aterrizaje ordenado en el que estaba inmerso el ciclo de actividad mundial tras los sobresaltos de los últimos años.

Por tanto, la principal amenaza para los escenarios económicos en los próximos meses es un nuevo *shock* de oferta, esta vez provocado por el inicio de una guerra comercial, cuya intensidad de momento desconocemos. Lo que de momento tenemos encima de la mesa es una subida («congelada» durante un mes) de 25 p. p. en el arancel a las importaciones americanas procedentes de México y Canadá, además de 10 p. p. adicionales, que ya son efectivos, sobre los productos con origen en China, a lo que el país asiático ha respondido de forma medida, con un arancel del 10%-15% a productos energéticos y automóviles, entre otras medidas (limitaciones a comercio de tierras raras, etc.). Dentro de la estrategia de negociación americana, lo lógico es pensar que en el caso de México y Canadá estamos hablando de un arancel máximo que puede reducirse y al contrario en el caso de China. A la espera de las medidas aplicadas a Europa y resto del mundo, y si anticipamos que el arancel medio americano pasa del 2,4% actual al 10% (lo que supondría máximos desde hace más de seis décadas), el efecto en crecimiento sería inferior a 5 décimas para la UE (cinco o seis veces más para Canadá y México).

Aunque la incertidumbre sobre los impactos en actividad sigue siendo muy elevada, pues hay que tener en cuenta la evolución del tipo de cambio, la disposición de los consumidores a pagar más por determinados productos, la posibilidad de que el comercio se desvíe a otras zonas geográficas, los efectos sobre las expectativas de los agentes económicos y, de forma muy relevante, la adopción de medidas equivalentes por parte de los países afectados. Sin contar con las consecuencias de dismantelar cadenas de valor tan eficientes como las que existen entre EE. UU., Canadá y México. Menos dudas suscitan los efectos en inflación, que serán claramente negativos en EE. UU. y muy diluidos en Europa, por la debilidad del ciclo de actividad y el exceso de oferta global que puede buscar acomodo en los mercados europeos. Lo que implicaría una ampliación del diferencial de tipos de interés a ambos lados del Atlántico y la posibilidad de una ruptura de paridad en el tipo de cambio dólar/euro. Siendo, precisamente, el comportamiento del dólar y de los tipos de interés a largo plazo en EE. UU., las variables que pueden moderar las tentaciones a sobrereaccionar por parte de las autoridades americanas. Sin olvidar el elefante en la habitación que es la política fiscal, de la que de momento se ha hablado poco, más allá de algún recorte de gasto en agencias federales como la dedicada a la ayuda al desarrollo. Lo que vuelve a poner de manifiesto que la parte más débil de la cadena en el proceso de transformación de la economía mundial van a ser los países de renta baja.

En definitiva, estamos asistiendo a una aceleración de la reconfiguración del orden económico mundial que ya estaba en marcha desde antes de la pandemia y, en ese proceso de transición, vamos a ver ganadores y perdedores. En términos macroeconómicos, ese proceso de ajuste puede ser ordenado, pero no es sencillo pasar de los viejos a los nuevos equilibrios sin algún susto por el camino, sobre todo cuando palabras como cooperación, coordinación o multilateralismo parecen en desuso. Quizás es excesivo afirmar como Martin Wolf que la subida arancelaria cambiará el mundo, porque anuncios como los avances en IA logrados por DeepSeek (precisamente estimulados por restricciones a la exportación) tienen un potencial transformador muy superior a algo tan viejo como es el mercantilismo, pero al menos es una señal de por dónde van a soplar los vientos a corto plazo. Así que toca navegar en un entorno en transformación, sometido a *shocks* mucho más numerosos, mientras los avances en IA se van diseminando por la economía, permitiendo un salto en productividad. La clave es que el ajuste se produzca de forma rápida y equilibrada.

José Ramón Díez
Febrero 2025

Cronología

ENERO 2025

- 10 El programa Copernicus de la UE informa que 2024 fue el año más cálido registrado y el primero en superar la marca de 1,5 °C por encima de la media preindustrial.
- 30 El BCE recortó los tipos de interés en 25 p. b. y bajó el tipo *depo* hasta el 2,75%.

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.

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.

Agenda

FEBRERO 2025

- 3 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).
- 17 Japón: PIB (4T).
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).

MARZO 2025

- 3 Eurozona: avance del IPC (febrero).
- 4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- 6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 14 España: *rating* S&P.
Portugal: *rating* Fitch.
- 17 España: encuesta trimestral de coste laboral (4T).
- 18-19 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 20-21 Consejo Europeo.
- 21 Portugal: precios de la vivienda (4T).
- 25 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (4T).
- 26 España: avance del PIB (4T).
Portugal: desglose del PIB (4T).
- 27 Portugal: ratio de morosidad (4T).
- 28 España: avance del IPC (marzo).
España: *rating* Moody's.
Eurozona: índice de sentimiento económico (marzo).
- 31 Portugal: avance del IPC (marzo).
Portugal: producción industrial (febrero).
Portugal: empleo y desempleo (febrero).

2024: un año para recordar

La economía española ha cerrado un año para recordar, con registros extraordinariamente positivos. Extraordinarios, porque han superado con creces las expectativas previas. Y extraordinarios, porque se han producido en un contexto que no ha sido especialmente favorable. De hecho, el contexto ha sido adverso en varias dimensiones. Pero, seguramente, lo más importante es que, más allá de las grandes cifras macroeconómicas, la buena marcha de la economía española, y especialmente del mercado laboral, está ayudando a que la situación de los hogares mejore, aunque todavía son muchos los colectivos que se encuentran en una situación difícil.

Las previsiones que se hacen a un año vista rara vez aciertan a la décima. En los últimos 15 años, el promedio de las previsiones de crecimiento de las principales casas de análisis solo lo ha conseguido una vez. Las previsiones de CaixaBank Research solo han hecho diana en dos ocasiones. En general, el mundo de los profetas económicos está poblado por personas pesimistas o conservadoras. Preferible que las cosas vayan mejor de lo esperado a que nos pille el toro. Así, el 63% de las veces, el crecimiento económico acaba siendo superior al pronosticado. Sin embargo, en la mayoría de las ocasiones, las desviaciones son relativamente pequeñas, de 0,6 p. p. en promedio. Rara vez superan el punto porcentual. En cambio, en los últimos dos años el crecimiento económico ha sido casi 2 p. p. superior al previsto: 1,7 puntos en 2023 y 1,9 puntos en 2024. Normalmente, cuando hay sorpresas positivas en España, también las hay en Europa de una magnitud similar. Pero esta vez no ha sido así. Tal y como se esperaba, la situación económica europea se ha mantenido relativamente débil, lo que hace la sorpresa de la economía española aún más remarcable.

En parte, el dinamismo de la economía española ha sido fruto de un crecimiento demográfico superior al esperado. Ello ha impulsado la actividad y la generación de empleo. El 43% del aumento de los afiliados a la Seguridad Social corresponde a extranjeros. Esto también impulsó el consumo de los hogares, que aportó alrededor de la mitad del crecimiento del PIB el pasado año. El consumo público también fue superior al esperado. El mayor crecimiento de la economía y, con ello, de los ingresos de las Administraciones públicas permitió un mayor gasto público sin que, previsiblemente, se haya generado una desviación significativa del déficit público. Aunque esto también quiere decir que se ha desaprovechado la favorable coyuntura para acelerar el ritmo de saneamiento de las cuentas públi-

cas. Finalmente, el otro puntal del crecimiento fueron la demanda externa y, especialmente, las exportaciones de servicios. Durante los primeros compases del año, el protagonismo fue para las exportaciones de servicios no turísticos, que se consolidaron como la principal partida exportadora de servicios, con un peso del 7,4% del PIB. Por su parte, las exportaciones de servicios turísticos también mantuvieron un sorprendente dinamismo, y su peso ya se sitúa en el 5,4% del PIB.

Más allá de los principales factores que impulsaron el crecimiento de la economía española, hay dos elementos que el pasado año no tuvieron tanto protagonismo, pero que pueden ser claves de cara al futuro. El primero es la recuperación de la inversión, que parece que se empezó a fraguar en el tramo final de 2024. Hasta entonces, la inversión se había mantenido relativamente débil, frenada por el aumento de los tipos de interés de los últimos años. En el 4T avanzó un destacable 3,4%, impulsada por la inversión en bienes de equipo. La reducción de los tipos de interés, que todo apunta a que este año proseguirá, junto con la ejecución de los fondos NGEU, debería facilitar que la recuperación de la inversión se consolide y se convierta en uno de los puntales del crecimiento de la economía española este año, aunque la incertidumbre lo puede dificultar.

El otro elemento que destaca es el ritmo de avance de la productividad, que aceleró de forma notable en 2024. Concretamente, el crecimiento del PIB por hora trabajada alcanzó el 1,3% en el conjunto del año, frente al 0,7% de 2023, y el 0,6% promedio de los últimos 10 años. Para que la economía española pueda mantener un ritmo de crecimiento dinámico y sostenible, sin depender de los vaivenes demográficos, y que se traduzca en mejoras del bienestar económico del conjunto de la población, es clave que el crecimiento de la productividad se consolide en cotas similares a las del pasado año. Además, en un contexto internacional que se va tornando cada vez más incierto, ello también ayudaría a que la economía española fuera más resiliente.

Oriol Aspachs

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	3,00	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	3,07	3,10
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,10	3,15
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	3,35	3,38
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	3,80	3,90
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	2,15	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	2,01	2,01
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	2,04	2,04
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	2,06	2,07
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	2,12	2,12
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,18	2,16
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	2,05	2,00
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,00	2,15
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,32	2,39
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,41	2,53
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	2,80	2,95
Prima de riesgo	11	164	85	98	68	80	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,53	2,63
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,56	2,71
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,75	2,95
Prima de riesgo	19	314	82	63	46	75	80
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,00	1,04
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,86	0,83
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	158,00	154,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	73,5	69,2
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,9	73,5	66,5

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,4	3,3	2,4	3,3	3,2	3,1	3,2
Países desarrollados	2,7	1,5	1,5	1,7	1,8	1,7	1,8
Estados Unidos	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	1,9	1,8
Eurozona	2,3	0,8	1,2	0,5	0,7	1,3	1,8
Alemania	1,6	1,3	0,2	-0,1	-0,2	0,7	1,5
Francia	2,3	1,0	0,6	1,1	1,1	1,2	1,6
Italia	1,5	-0,3	1,5	0,8	0,5	1,0	1,5
Portugal	1,5	0,4	1,5	2,5	1,9	2,3	2,2
España	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,3	2,1
Japón	1,4	0,4	-0,2	1,9	0,8	1,0	1,0
Reino Unido	2,7	1,2	0,9	0,1	1,1	1,0	1,3
Países emergentes y en desarrollo	6,4	4,9	3,1	4,4	4,1	4,0	4,1
China	10,6	8,0	4,5	5,3	5,0	4,0	3,9
India	7,2	6,7	3,6	7,7	6,6	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	2,5	2,0	1,8
México	2,3	1,5	0,5	3,3	1,5	1,0	1,4
Rusia	-	1,4	0,7	3,7	3,7	1,7	1,3
Turquía	5,5	4,5	6,3	5,1	2,9	2,1	2,9
Polonia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,9	3,6	3,3
INFLACIÓN							
Mundial	4,2	3,7	5,6	6,8	5,8	4,5	3,8
Países desarrollados	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,2	2,1
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,0	2,0
Eurozona	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,2	2,0
Alemania	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,2	2,0
Francia	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	2,0	1,9
Italia	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	2,0	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,1	2,0
España	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,2
Japón	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	1,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	2,3	2,1
Países emergentes y en desarrollo	6,7	5,5	7,0	8,3	7,9	5,9	4,7
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	1,4	1,4
India	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rusia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquía	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polonia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	3,4

Previsiones

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

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,0	1,7	2,8	2,5	2,3
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	2,6	5,2	4,9	1,6	1,2
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	-1,0	2,1	2,3	3,4	3,0
Bienes de equipo	4,9	0,2	-2,5	1,1	2,3	4,3	3,3
Construcción	5,7	-2,6	-1,9	3,0	2,6	3,0	2,8
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,7	1,7	2,8	2,4	2,1
Exportación de bienes y servicios	4,7	2,9	2,5	2,8	2,9	2,3	2,1
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	2,5	0,3	2,0	2,8	2,3
Producto interior bruto	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,3	2,1
Otras variables							
Empleo	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	2,1	1,8
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	11,2	10,8
Índice de precios de consumo	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,2
Costes laborales unitarios	3,1	0,6	3,6	6,1	4,0	3,3	2,4
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,1	3,1	3,2
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	0,2	1,3	3,6	4,1	4,1	4,2
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-7,1	-3,5	-3,0	-2,6	-2,3

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

■ Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	0,5	1,2	2,0	2,2	1,7	2,2
Consumo de las AA. PP.	2,2	-0,3	2,0	0,6	1,0	0,8	0,8
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,7	2,9	3,6	1,3	5,7	5,9
Bienes de equipo	3,4	3,0	5,8	5,7	-	-	-
Construcción	-1,3	-2,4	2,6	1,3	-	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	1,7	1,8	2,3	2,7
Exportación de bienes y servicios	5,3	4,0	3,6	3,5	4,2	5,0	5,2
Importación de bienes y servicios	3,6	2,7	4,0	1,7	4,6	5,0	6,3
Producto interior bruto	1,5	0,4	1,5	2,5	1,9	2,3	2,2
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,4	1,1	2,3	0,9	1,3	1,5
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,4	6,6	6,5	6,4	6,4	6,4
Índice de precios de consumo	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,1	2,0
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,9	-1,0	1,4	1,2	1,4	1,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,6	0,2	2,7	2,8	3,1	3,2
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,2	0,5	0,3	0,2

■ Previsiones

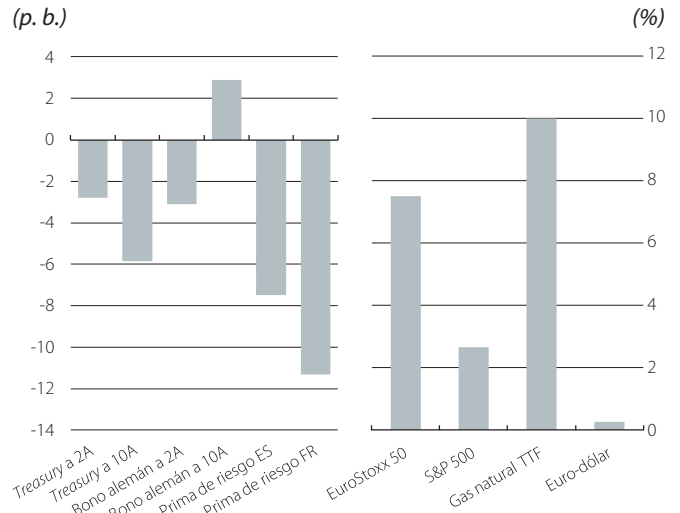
Idas y vueltas en los mercados financieros

Un mes de ida y vuelta en casi todos los rincones del mercado. 2025 comenzó con un mes de contrastes: por un lado, unos bancos centrales que actuaron en línea con lo esperado (recorte de tipos del BCE en 25 p. b., sin cambios en la Fed) y dieron estabilidad al mercado. En otros activos, sin embargo, diversos factores agitaron el mercado: la deuda soberana y las divisas sufrieron movimientos de ida y vuelta tanto por la paulatina desinflación en la eurozona y en EE. UU. como por los primeros movimientos de política económica de la Administración Trump. En renta variable, el avance tecnológico chino en inteligencia artificial con DeepSeek causó intensas correcciones en el precio de las compañías tecnológicas de todo Occidente, si bien en muchos casos fueron poco duraderas. En el mercado de materias primas, por su parte, los precios del gas natural europeo y de los metales preciosos repuntaron con fuerza. Con todo ello, el inicio del año ejemplifica cómo los riesgos políticos y geoeconómicos pueden continuar dirigiendo el mercado.

La política monetaria cumple con las expectativas en enero. Así, el BCE situó el tipo *depo* en el 2,75%, con la quinta rebaja de 25 p. b. desde el pasado junio. Aunque todavía mantiene el nivel de los tipos de interés en terreno restrictivo, Lagarde mostró confianza en que los tipos seguirán bajando. Los implícitos del mercado monetario apuntan a un nuevo recorte de 25 p. b. en marzo y cotizan que el tipo *depo* se estabilice entre el 1,75% y el 2,00% en la segunda mitad de 2025. Por su parte, la Fed mantuvo los tipos sin cambios (*fed funds* en el rango 4,25%-4,50%), y Powell indicó que no tenían prisa por reducir los tipos y que preferían esperar a evaluar el impacto de las medidas económicas de Trump. Con ello, los implícitos del mercado monetario descuentan que la Fed termine llevando los tipos alrededor del 4,00% hacia finales de 2025, lo que implicaría entre uno y dos recortes de 25 p. b. en el conjunto del año. El Banco de Japón, por otro lado, subió los tipos en 25 p. b. (el tipo de referencia se sitúa ahora en el 0,50%) y revisó al alza sus previsiones de inflación. Además, en las últimas semanas, varios responsables del banco se mostraron dispuestos a seguir subiendo tipos ante la perspectiva de que la inflación consiga dejar atrás la debilidad de las últimas décadas de una manera más sostenida.

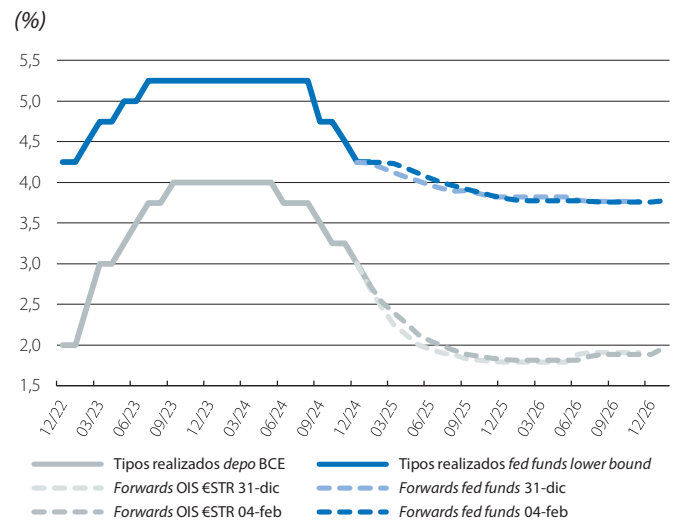
La deuda soberana busca dirección. Los tipos soberanos comenzaron el año prolongando el repunte que iniciaron en diciembre, especialmente en los tramos largos de la curva, ante la perspectiva de una mayor incertidumbre económica a futuro. Esta tendencia se revirtió a mediados de mes, tras la publicación de datos de inflación estadounidense mejores de lo esperado en la rúbrica núcleo, y hasta la última semana, cuando la retórica proteccionista de la Administración Trump se recrudeció. Los anuncios alrededor de los aranceles de EE. UU. se saldaron con tipos de interés soberanos a la baja, tanto en EE. UU. como en la eurozona. Asimismo, las primas de riesgo soberanas

Desempeño mensual de los principales activos financieros



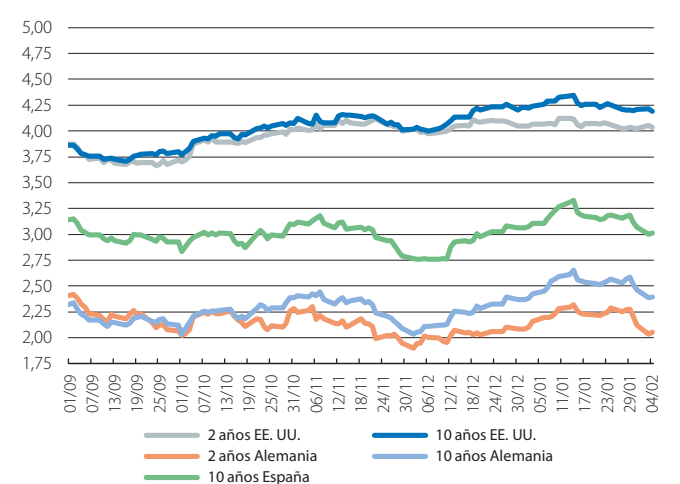
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas del mercado sobre los tipos de intervención



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

Evolución de los tipos de interés soberanos



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

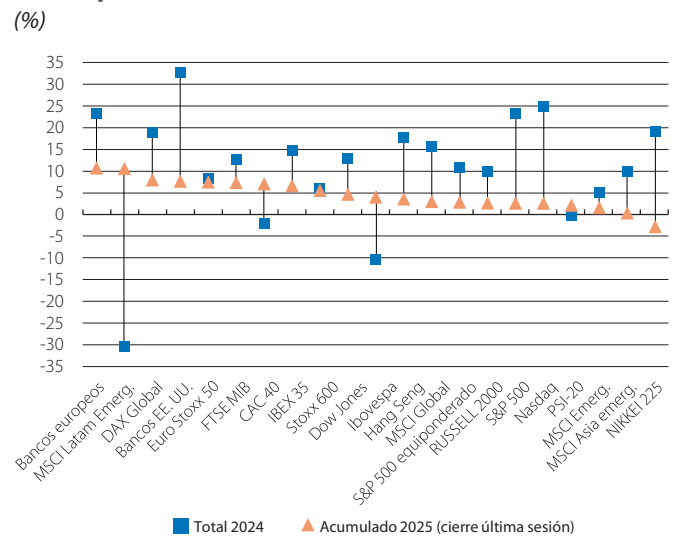
de la periferia se estrecharon, con cierto mejor comportamiento de la francesa (después de que el Ecofin avalara las recomendaciones fiscales de la Comisión). Frente a este comportamiento, los tipos soberanos japoneses repuntaron en el contexto de subidas de tipos del banco central, mientras que la deuda británica –cuya referencia a 10 años llegó a alcanzar máximos desde 2008– registró cesiones en el mes, más intensas en sus tramos cortos, ante la falta de dinamismo de los datos económicos y la moderación de la inflación subyacente.

Los mercados bursátiles de las economías desarrolladas registraron un mes de ganancias generalizadas a pesar de DeepSeek. Los índices europeos lideraron las ganancias, con el DAX alemán, el CAC francés y el IBEX español a la cabeza. Con todo, los avances bursátiles no fueron lineales y la recta final del mes estuvo marcada por caídas generalizadas y de entidad en el sector tecnológico de todo Occidente tras el lanzamiento de DeepSeek, lo que arrastró a los índices generales dada la gran capitalización del sector. Estas caídas, no obstante, se moderaron en la mayoría de las compañías una vez los inversores recalibraron el impacto de esta innovación en los beneficios futuros. Las bolsas emergentes latinoamericanas también registraron ganancias, en especial la bolsa brasileña, con una visión de los inversores más positiva respecto a las perspectivas fiscales del país desde el anuncio de recortes de gasto público a finales de 2024.

Aumenta la volatilidad entre las divisas, activo particularmente expuesto a la escalada proteccionista. El dólar cierra el mes prácticamente plano, aunque no sin movimiento, en línea con el desempeño de los tipos soberanos y por razones análogas. También el euro tuvo una evolución especular a la del dólar, con cierta fluctuación ante mayor o menor percepción del riesgo de que EE. UU. imponga aranceles a la UE. El yen, por su parte, se apreció de manera clara frente al dólar, respaldado por las expectativas de subidas de tipos del Banco de Japón. Entre las divisas emergentes, destacó la apreciación del real brasileño, en un contexto de recuperación en los distintos activos financieros de Brasil. Por otro lado, el peso mexicano y el dólar canadiense, que evolucionaron muy a la par durante el mes, se depreciaron (en especial el peso) tras el anuncio de aranceles por parte de Trump, y pese a que estos quedaron finalmente en suspenso.

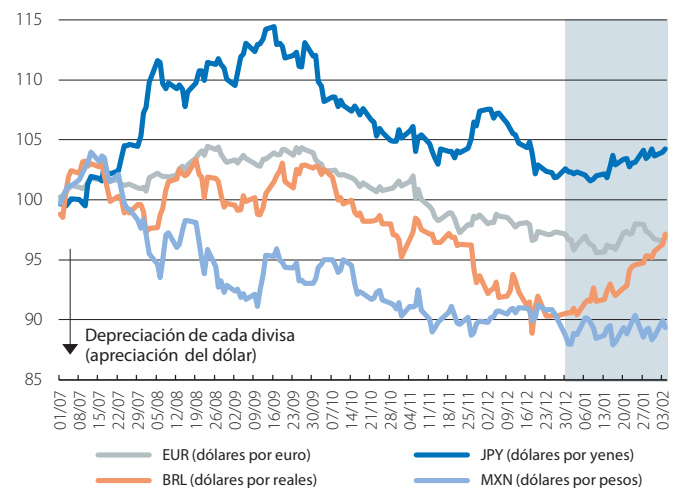
Repunte generalizado en el precio de las materias primas. En un entorno de subida generalizada de precios, destacó la subida del gas natural en Europa: el TTF holandés superó los 50 euros/MWh, alcanzando máximos desde 2023, presionado por una reducción de las reservas europeas más rápida que en años anteriores (aunque siguen en niveles elevados) y en un contexto en el que, desde el inicio de año, ya no fluye gas ruso a través de Ucrania. El petróleo cerró con ligeros avances, mientras que los metales preciosos registraron avances notables, favorecidos por su papel de activo refugio en un entorno de mayor incertidumbre comercial. Por último, las materias primas agrícolas también avanzaron, presionadas por el riesgo al suministro que supone el tiempo seco en varios países productores latinoamericanos.

Desempeño de índices bursátiles



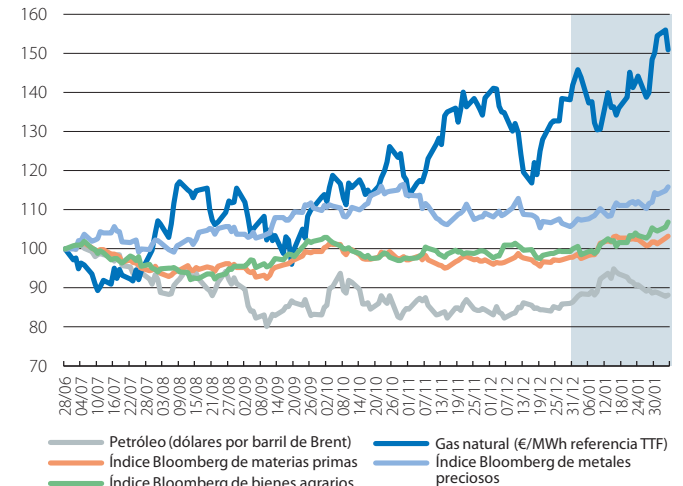
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de divisas seleccionadas frente al dólar
Índice (100 = 30/06/2024)



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

Evolución de las materias primas
Índice (100 = 30/06/2024)



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

China y el acopio de materias primas: ¿estrategia o crecimiento?

China es el principal consumidor de materias primas del mundo, consume el 40% del total de las *commodities* y, en consecuencia, es un actor clave en la demanda mundial de estos productos. El país es rico en algunos recursos, principalmente minerales, como el carbón y algunos de los denominados minerales críticos,¹ pero carece de otros, como cobre y níquel. Además, en China habita la quinta parte de la población mundial, pero las tierras de uso agrícola en su territorio representan menos del 10% del total mundial y los recursos hidrográficos son limitados. Estas circunstancias hacen que muchas de las materias primas que China consume sean importadas, especialmente por vía marítima, atravesando en la mayoría de los casos *choke points* (estrechamientos en la ruta geográfica con un elevado valor estratégico), como, por ejemplo, el estrecho de Malaca.

A modo de referencia para poder entender esta dependencia del exterior, se estima que, para abastecer su consumo de materias primas, China importa el 70% del petróleo que consume y el 40% del gas natural;² así como el 80% de su demanda de cobre, el 65% de aluminio y hasta el 94% de níquel. Este porcentaje roza el 100% en el caso de los productos agrícolas derivados de consumos intensivos de agua.³

A pesar de tener un papel protagonista en el mercado de las materias primas, el hecho de carecer de capacidad para satisfacer su propia demanda y depender de las importaciones de otros países supone un importante foco de riesgo para China.

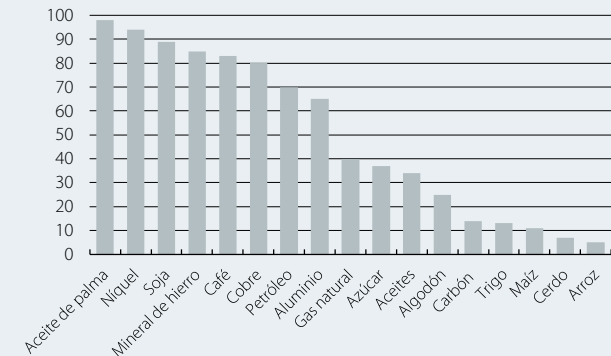
La acumulación de reservas, un plan de largo recorrido

En la década de los ochenta, las autoridades chinas, conscientes de esta fuente de riesgo, comenzaron a desarrollar una estrategia a largo plazo que les permitiera salvaguardar la seguridad nacional y estabilizar los mercados internos ante cualquier alteración en el mercado global de las *commodities*. A través del control de las explotaciones,⁴ del comercio de materias primas,⁵ de la inversión y finan-

1. Son aquellos minerales y metales necesarios para generar energía renovable, producir tecnologías no contaminantes y facilitar la transición hacia un escenario energético más sostenible. Su relevancia geopolítica se ha intensificado con la transición energética. Entre otros, se ha impulsado la demanda de litio, níquel, cobalto, grafito, manganeso y tierras raras.
 2. Según datos de J. P. Morgan Global Commodities Research, «Supply insecure, China's imports of commodities at all-time highs and likely to stay that way», julio de 2024.
 3. China lidera la producción mundial de trigo y de arroz, sin embargo, su ratio de autosuficiencia alimentaria ha decrecido del 93,6% en 2006 al 65,8% en 2020 y se espera que se sitúe en el 58,8% en 2030. K. Dong y M. Prytherch (2024), «China's Food Security: Key Challenges and Emerging Policy Responses», Center for Strategic and International Studies, marzo de 2024.
 4. Véase [Information Office of the State Council of the People's Republic of China \(2003\). «China's Policy on Mineral Resources».](#)
 5. Véase [National Development and Reform Commission \(2013\). «Belt and Road Initiative».](#)

China: dependencia de las importaciones por clase de producto

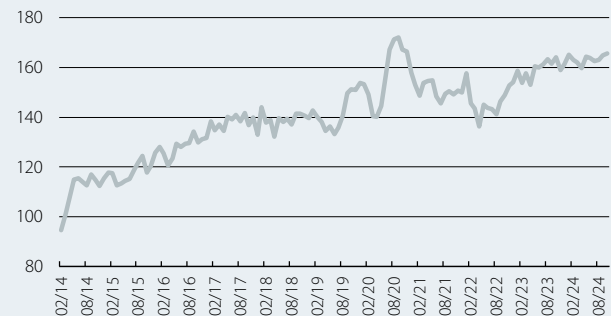
(% de las importaciones de commodities sobre la demanda final china de recursos naturales)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de JP Morgan.

China: volumen de importaciones de materias primas *

(Millones de toneladas métricas) **



Notas: * Agregado de volúmenes de las importaciones de crudo y derivados, carbón, coque, cobre, aluminio, mineral de hierro, níquel, acero, trigo, aceite de palma, soja, aceites y arroz.
 ** Media móvil de tres meses.

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

ciación de empresas productoras extranjeras y de la firma de contratos a largo plazo con proveedores de energía y minerales, el Gobierno chino ha ido abasteciendo su estructura productiva. Simultáneamente, desde 2008 ha promovido el crecimiento de un ingente fondo de reservas estratégicas de recursos naturales. Estas reservas actúan como un amortiguador en tiempos de interrupciones en el suministro o volatilidad de los precios, y el Gobierno chino puede liberar o almacenar estratégicamente estos productos para influir en la dinámica del mercado doméstico y evitar fluctuaciones extremas de los precios.

Se desconoce con exactitud el volumen de reservas del fondo, así como el ritmo de acopio de materias primas proyectado por el Gobierno, pero a través del seguimiento de las importaciones de estos productos de China se observa cómo en los últimos años se han producido notables avances, en gran medida motivados por sucesos relevantes para su economía. En 2018, durante su primer man-

dato, Trump impuso aranceles a las exportaciones chinas por valor de 60.000 millones de dólares al año, con lo que China respondió con aranceles sobre la soja estadounidense. En 2020, la pandemia de COVID-19 interrumpió las cadenas de suministro y elevó el coste de las *commodities*. Y, en 2022, la guerra en Ucrania encareció aún más los precios y mostró la voluntad de EE. UU. de hacer uso de los embargos.

En 2023, el valor de las importaciones de materias primas de China alcanzó un máximo histórico de 810.000 millones de dólares (un 16% superior a las del año anterior), de los cuales cerca del 45% correspondieron a compras de crudo y derivados y algo más del 30% a metales industriales. Además, los datos de 2024 apuntan a que entre enero y noviembre el valor de las importaciones de las principales materias primas siguió creciendo y era un 1,5% superior al del mismo periodo del año anterior.

Otra referencia que puede aportar algo de luz sobre la estrategia de acumulación de materias primas es el nivel de existencias acumuladas. El Estado chino guarda estrictamente información sobre sus reservas de emergencia, lo que complica su cálculo. Sin embargo, en el último plan quinquenal (2021-2025), el Gobierno mostró su voluntad de intensificar la expansión de la capacidad de almacenaje como vía para incrementar los flujos de importación de energía y alimentos. En el caso de la energía, se estima que la capacidad actual de almacenaje de crudo se sitúa alrededor de los 2.000 millones de barriles, equivalente a casi seis meses de consumo, mientras que la de EE. UU. está sobre los 2.400 millones. Para el gas natural, la capacidad de almacenaje podría alcanzar en 2030 los 85.000 millones de metros cúbicos (que representan el 16% de su demanda anual), frente a los 130.000 millones de metros cúbicos de EE. UU. (con los que abastecen al 15% de su demanda). También, en esta línea, la Bolsa de Futuros de Shanghái hace seguimiento de los niveles de existencias de una serie de metales y materias energéticas⁶ depositados en almacenes a lo largo del país. Entre enero y noviembre de 2024, todas las referencias mostraron un incremento superior al 100% (a excepción del zinc, que registraba un 84%), habiendo alcanzado los niveles máximos de acumulación entre junio y julio, dependiendo del producto.

¿China se estaría preparando para un futuro más hostil?

Ciertamente, el incremento de las existencias de materias primas observado se puede relacionar con la debilidad de la actividad de la economía china, que conlleva un menor consumo de estos productos. Sin embargo, si tenemos en cuenta el contexto internacional que se comienza a perfilar para 2025, podemos encontrar distintos argumentos que justificarían la intensificación del acopio de materias

6. Cobre, aluminio, zinc, plomo, níquel, estaño, oro, plata, acero y crudo, entre otros.

primas de China. En primer lugar, a pesar de las recientes políticas económicas del Gobierno, China se podría estar preparando para un ciclo de crecimiento más estable a medio plazo, y querría desvincularse de los suministros de Occidente. En segundo lugar, China estaría ampliando las infraestructuras de almacenamiento⁷ y anticipando las compras de *commodities* en previsión del aumento de los aranceles anunciados por Trump a partir de febrero. Otra explicación podría ser que China se estuviera preparando ante nuevas amenazas geopolíticas. En este sentido, la influencia de EE. UU. sobre el estrecho de Malaca es un aspecto crucial para China, puesto que dos terceras partes de las mercancías que pasan por sus aguas van a China. En último lugar, desde la Comisión de Seguridad de EE. UU. apuntan a la posibilidad de que el acopio de metales y minerales pueda estar relacionado con una potencial incursión de China en Taiwán.⁸ Algunos analistas financieros relacionan este argumento con el incremento de las compras de oro de China (las existencias de oro se habrían incrementado más de un 400% entre abril y diciembre de 2024) y la reducción de su tenencia de deuda estadounidense (-6,9% entre enero y noviembre) como una posible vía de protección ante cualquier sanción de Occidente sobre sus cuentas en dólares.

Dado que estos factores seguirán presentes en 2025, cabe esperar que el Gobierno chino mantendrá el ritmo de acumulación de reservas de materias primas, o incluso que lo pueda incrementar ante el tensionamiento de alguno de los mismos. Llegado el caso, creemos que sería muy probable que esta circunstancia desembocara en una mayor presión al alza sobre los precios de las *commodities*, resultado del aumento de la demanda de China y de la mayor asignación de primas de riesgo en los mercados financieros.

Beatriz Villafranca

7. En China, los almacenes de reservas estratégicas incluyen tanques, silos y almacenes privados a los que el Estado tiene acceso en momentos de crisis.

8. Véase [U.S.- China Economic and Security Review Commission, Gregory Wischer Testimony](#)

Tipos de interés (%)

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,90	3,15	-25	-25,0	-160,0
Euríbor 3 meses	2,59	2,71	-13	-12,5	-130,6
Euríbor 12 meses	2,52	2,46	6	5,9	-113,7
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,14	2,24	-10	-10,4	-118,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,12	2,08	4	3,7	-51,1
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,46	2,37	9	9,3	14,4
Deuda pública a 10 años (España)	3,07	3,06	1	0,7	-17,1
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,88	2,85	3	3,0	-25,0
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,30	4,31	0	-0,3	-101,2
Deuda pública a 1 año	4,15	4,14	1	0,6	-65,8
Deuda pública a 2 años	4,20	4,24	-4	-4,5	-23,2
Deuda pública a 10 años	4,54	4,57	-3	-3,0	41,8

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	58	-5	-4,6	-6,7
Itraxx Financiero Sénior	60	64	-4	-4,2	-11,7
Itraxx Financiero Subordinado	105	112	-7	-7,0	-26,6

Tipos de cambio

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,036	1,035	0,1	0,1	-3,8
EUR/JPY (yenes por euro)	160,780	162,780	-1,2	-1,2	0,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,836	0,827	1,0	1,0	-2,0
USD/JPY (yenes por dólar)	155,190	157,200	-1,3	-1,3	4,7

Materias primas

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	542,0	536,5	1,0	1,0	4,8
Brent (\$/barril)	76,8	74,6	2,8	2,8	-3,1
Oro (\$/onza)	2.798,4	2.624,5	6,6	6,6	37,5

Renta variable

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.040,5	5.881,6	2,7	2,7	20,9
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.286,9	4.896,0	8,0	8,0	13,0
Ibex 35 (España)	12.368,9	11.595,0	6,7	6,7	25,1
PSI 20 (Portugal)	6.524,3	6.377,3	2,3	2,3	5,5
Nikkei 225 (Japón)	39.572,5	39.894,5	-0,8	-0,8	9,6
MSCI emergentes	1.093,4	1.075,5	1,7	1,7	9,1

Sorpresas, decepciones e incertidumbres en la economía internacional

Resiliencia global, con incertidumbre de fondo. En 2024, la economía mundial se mostró resiliente a un entorno de condiciones financieras restrictivas y, en general, las grandes economías internacionales lograron crecer más de lo previsto. La sorpresa más destacada fue EE. UU., donde la fortaleza de la demanda interna y el mercado laboral propulsaron el PIB a tasas de casi el 3%, el doble de lo que el consenso de analistas pronosticaba a principios de 2024. También China logró crecer más de lo esperado y, tras una primera parte de 2024 encallada en las dificultades de la crisis inmobiliaria y la flaqueza de la demanda interna, ganó impulso cíclico en el tramo final del año para alcanzar el objetivo del 5%, gracias a una combinación de medidas de estímulo fiscal y monetario y de apoyo al sector inmobiliario. Incluso la eurozona se recuperó algo más de lo pronosticado, con un avance del PIB en 2024 del 0,7% (hace un año el consenso preveía un 0,5%), si bien la disparidad interna fue notable y solo España (que creció más del doble de lo esperado por el consenso) sorprendió con claridad, mientras que Alemania volvió a decepcionar y sigue sin recuperar su nivel de PIB prepandemia. A pesar de estas sorpresas, y de que la política monetaria global ya no es tan restrictiva como hace unos trimestres, 2025 no deja de presentarse como un año exigente. Y es que al mapa de riesgos se le suma la amenaza de una mayor fragmentación económica, con un incremento de las barreras comerciales y de la incertidumbre que ya empezó a materializarse al cierre de este informe. EE. UU. anunció aranceles del 25% sobre prácticamente todas las importaciones de bienes procedentes de México y Canadá (10% sobre productos energéticos canadienses) y del 10% sobre China (además de eliminar el umbral de minimis exento de aranceles). Cuarenta y ocho horas después de firmar la orden ejecutiva, la Casa Blanca congeló la decisión sobre México y Canadá por un mes, lo que supuso una pausa a los aranceles, pero no a la perspectiva de un 2025 condicionado por la incertidumbre.

La actividad internacional, con una notable disparidad. El PIB de EE. UU. creció un 2,8% en 2024, con un fuerte empuje de la demanda interna, que aportó 3,1 p. p. al total del crecimiento del año, con impulso tanto de la inversión como del consumo privado. Además, la economía estadounidense terminó con dinamismo al avanzar un notable 0,6% intertrimestral en el 4T 2024. En cambio, el PIB de la eurozona volvió a decepcionar con un estancamiento en el 4T (0,0% intertrimestral), lo que sitúa el crecimiento en el conjunto de 2024 en el 0,7%. La languidez afectó a todas las grandes economías, salvo a España, que se desmarcó con un avance del 0,8% intertrimestral, y en todos los casos, salvo en Italia, la demanda externa supuso un lastre para la economía en el 4T. Francia cayó un 0,1% intertrimestral y registró un crecimiento medio en 2024 del 1,1%. Italia se estancó por segundo trimestre consecutivo y el crecimiento promedio de 2024 fue del 0,5%. Por último, Alemania retrocedió un 0,2% intertrimestral y sufrió una caída del 0,2% en el conjunto de 2024 (tras el -0,1% de 2023), con lo que su PIB todavía no ha recuperado niveles pre-COVID.

Inercia e incertidumbre en los primeros compases de 2025. Los primeros datos de actividad de 2025 siguen dibujando un crecimiento dinámico en la economía de EE. UU. El ISM manufac-

FMI: previsiones de PIB Variación anual (%)

	Estimación		Previsión		Variación respecto al WEO oct. 2024	
	2024	2025	2026	2025	2026	
Economía mundial	3,2	3,3	3,3	0,1	0,0	
Economías avanzadas	1,7	1,9	1,8	0,1	0,0	
EE. UU.	2,8	2,7	2,1	0,5	0,1	
Eurozona	0,8	1,0	1,4	-0,2	-0,1	
Alemania	-0,2	0,3	1,1	-0,5	-0,3	
Francia	1,1	0,8	1,1	-0,3	-0,2	
Italia	0,6	0,7	0,9	-0,1	0,2	
España	3,1	2,3	1,8	0,2	0,0	
Japón	-0,2	1,1	0,8	0,0	0,0	
Reino Unido	0,9	1,6	1,5	0,1	0,0	
Economías emergentes y en desarrollo	4,2	4,2	4,3	0,0	0,1	
China	4,8	4,6	4,5	0,1	0,4	
India	6,5	6,5	6,5	0,0	0,0	
Rusia	3,8	1,4	1,2	0,1	0,0	
Brasil	3,7	2,2	2,2	0,0	-0,1	

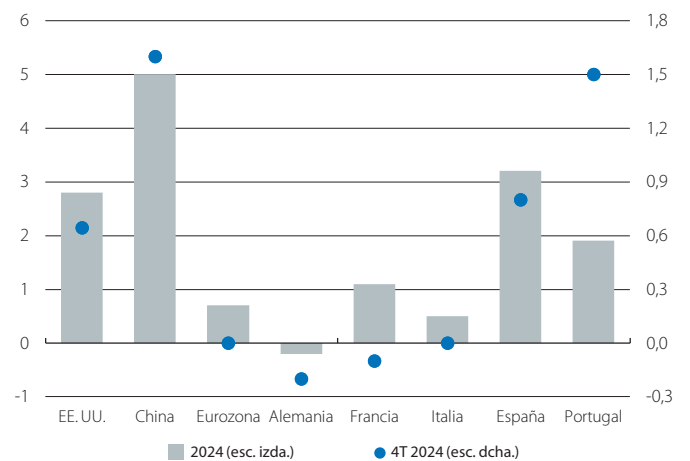
Nota: * Previsiones para el año fiscal en el caso de la India.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO), actualización de enero de 2025.

Global: PIB

Variación anual (%)

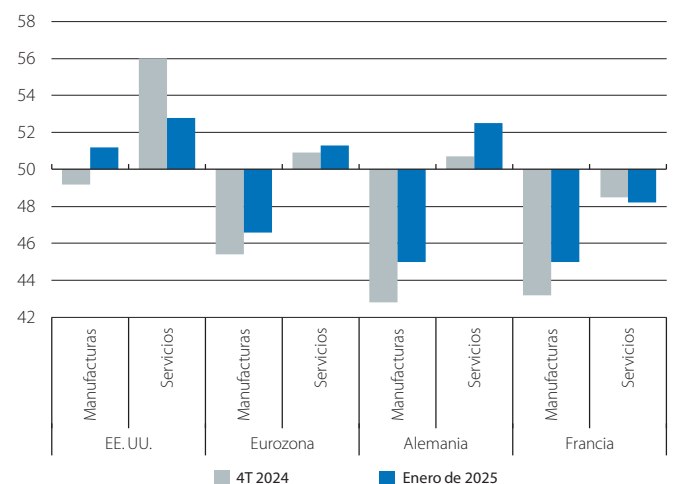
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BEA, de la Oficina Nacional de Estadística china y de Eurostat.

Economías avanzadas: PMI

Índice



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

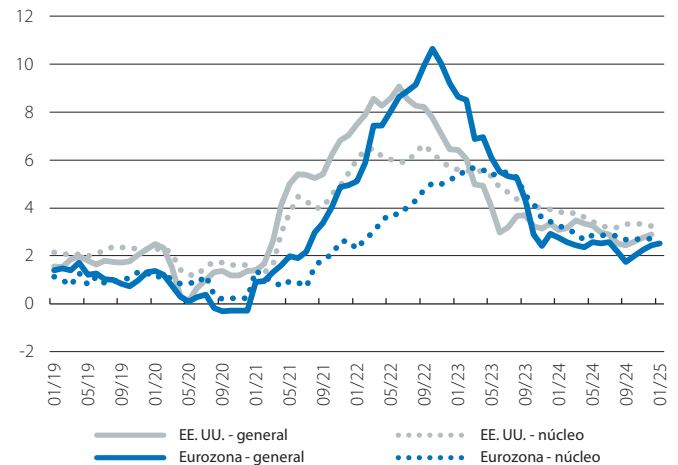
turero, con 50,9 puntos en enero, abandonó el territorio contractivo por primera vez desde 2022, y el ISM de servicios se mantuvo en terreno cómodamente expansivo (52,8), mientras que los *trackers* de PIB apuntan, de manera muy preliminar, a avances del +0,7% intertrimestral en el 1T 2025. En la eurozona, los PMI se recuperaron ligeramente en enero, con un índice compuesto en los 50,2 puntos, el mejor dato en cinco meses. Con todo, esta cifra apenas se sitúa por encima de la frontera entre la expansión y la contracción, el desglose sectorial sigue mostrando una actividad manufacturera a la baja (46,6) frente a un crecimiento modesto de los servicios (51,3), y, por países, las señales de debilidad continúan en Francia (47,6) y Alemania (50,5, una cifra tímida pero, en este caso, en máximos de ocho meses). Por su parte, el mercado laboral de la eurozona mantiene el buen tono, con una tasa de paro en el 6,3% en diciembre (segunda menor tasa de la serie histórica) y una primera pequeña mejora en el indicador de expectativas de empleo (98,8 puntos en enero vs. promedio histórico de 100). Por otro lado, la encuesta de préstamos bancarios elaborada por el BCE recogió un endurecimiento inesperado de los estándares crediticios, concentrado en Alemania y Francia, y que las entidades atribuían a una mayor incertidumbre en el escenario macroeconómico.

La desinflación continúa. Aunque recientemente se ha producido cierto aumento en la inflación general, tanto en EE. UU. (2,9% interanual en diciembre, +0,2 p. p.) como en la eurozona (2,5% en enero, +0,1 p. p.), esto se debe esencialmente a la volatilidad de los precios energéticos. Lo más destacable es que los datos siguen dibujando una moderación en las presiones de precios subyacentes. Esta desinflación es más visible en la eurozona, donde la inflación núcleo (que excluye energía y alimentos) fue del 2,7% en enero y, aunque se haya mantenido en esa cota por quinto mes consecutivo, indicadores más a tiempo real apuntan a tasas inferiores (el *momentum* del IPCA núcleo, o variación intertrimestral anualizada, fue del 1,8%). Además, los indicadores también reflejan una desaceleración del crecimiento salarial y una compresión de los márgenes empresariales en el conjunto de la eurozona, lo que refuerza la perspectiva desinflacionista a medio plazo. En EE. UU., el último dato de IPC núcleo trajo algo más de optimismo, tras meses de resistencia a la baja. En concreto, la inflación núcleo disminuyó 0,1 p. p. hasta el 3,2% en diciembre, un descenso modesto pero que, en positivo, fue el primero desde agosto y estuvo acompañado de una intermensual anualizada del 2,7% (mínimo de cinco meses), así como de la segunda disminución consecutiva en la inflación de los servicios (aunque siguen en un elevado 4,4% interanual).

China sorprende y alcanza el objetivo de crecimiento del 5,0%. En el 4T 2024, la economía china aceleró significativamente, con un crecimiento del PIB del 1,6% intertrimestral (frente al 1,3% en el 3T, revisado al alza en +0,4 p. p. respecto a las primeras estimaciones) y del 5,4% interanual (vs. 4,6% en el 3T). Con estas cifras, las mayores desde la primera mitad de 2023 (cuando la economía se recuperaba de un largo periodo de políticas COVID cero), el PIB de China logró crecer un 5,0% en el conjunto de 2024, por encima de las expectativas y en línea con el objetivo de las autoridades. Esta aceleración se produjo con señales de mejora en la demanda interna y beneficiándose de las medidas de apoyo anunciadas desde el verano por las autoridades chinas, además de la continuidad de un fuerte crecimiento exportador y algunos indicios de preabastecimiento (como el repunte de exportaciones hacia EE. UU. a finales de 2024) ante la expectativa de un aumento de los aranceles entre EE. UU. y China.

Economías avanzadas: IPC

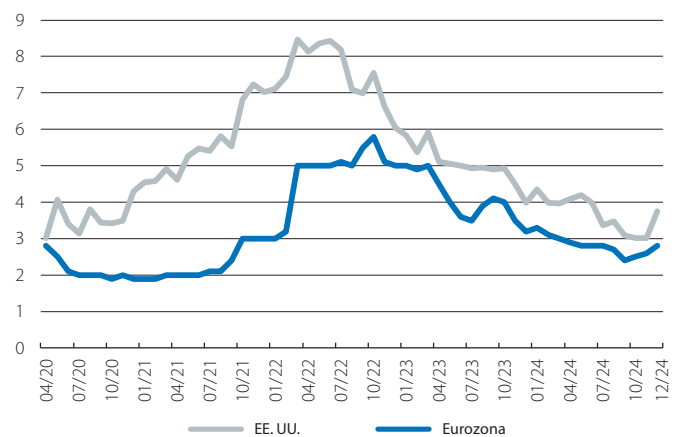
Variación interanual (%)



Nota: Núcleo excluye energía y todos los alimentos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

Expectativas de inflación de los consumidores para los próximos 12 meses

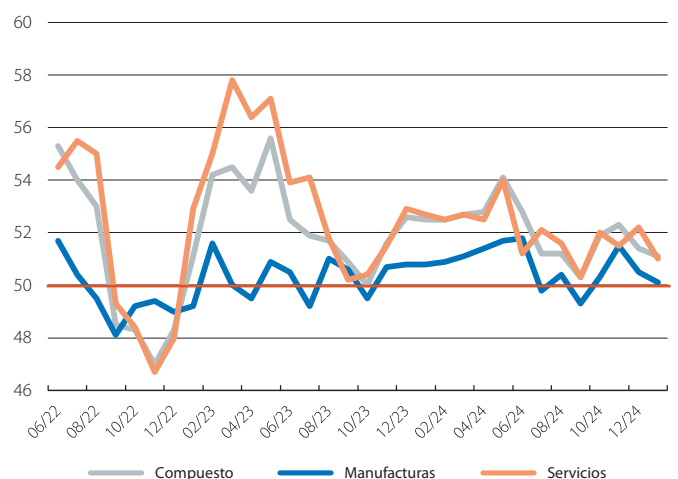
(%)*



Nota: * Mediana de la expectativa cuantitativa de los encuestados.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Fed de Nueva York y del BCE.

China: PMI Caixin

Índice



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

Midiendo el margen de maniobra fiscal de Trump 2.0

Un punto de partida inquietante

El ejercicio fiscal del Gobierno federal de 2024¹ cerró con un déficit público de 1,8 billones de dólares: un 6,4% del PIB, con un incremento de 138.000 millones de dólares con respecto al año anterior (6,2% del PIB). En perspectiva histórica, es una cifra muy elevada. El déficit promedio de los últimos 50 años es de un 3,8% del PIB, y, desde 1946, solo se ha superado el registro de 2024 en seis años: de 2009 a 2012, durante la Gran Recesión, y de 2020 a 2021, en los años de la pandemia, ambos siendo periodos de recesión con una elevada tasa de paro. Pero en 2024 la tasa de paro promedio fue de un 4,0% y el PIB creció a ritmos robustos, lo que hace más llamativa la situación actual. Y las perspectivas no son alentadoras. Es más, la Congressional Budget Office (CBO)² estima que el déficit total seguirá fluctuando entre el 5% y el 7% del PIB en la próxima década, con un aumento de la deuda pública federal por encima del 120%. Y, en gran parte, estos déficits se deteriorarán por un incremento del pago de intereses (la CBO proyecta una reducción del déficit primario, que excluye pagos de intereses, del 4,0% actual a un 2,7%).³

En este contexto, cabe preguntarse por el impacto de las políticas económicas de la nueva Administración de la Casa Blanca sobre el déficit. Sin detalles ni gran claridad sobre las medidas que se tomarán (más allá de lo hablado en campaña, habrá que ponderar la realidad de las negociaciones en el Congreso y su implementación final), es todavía pronto para poder estimar el impacto neto de forma precisa. Sin embargo, podemos hacer un análisis preliminar para comprender las implicaciones iniciales.

Del lado de los ingresos...

El Gobierno federal cuenta con tres grandes fuentes de ingreso: aproximadamente un 50% deriva del impuesto sobre la renta de las personas físicas, un 35% de impuestos de contribución a la Seguridad Social y Medicare, un 11% de impuestos sobre sociedades, y el 4% restante incluye aranceles, impuestos de sucesión y otro tipo de ingresos. La CBO estima que, para finales de 2034, los ingresos aumentarían hasta un 18% del PIB, desde el 17,1% actual. Pero esa proyección asume que en 2025

expiran las reducciones de impuestos estipuladas en el *Tax Cuts and Jobs Acts* (TCJA) aprobado en 2017,⁴ volviendo a una recaudación con tipos impositivos más elevados. Sin embargo, uno de los grandes bastiones de la campaña de Trump fue hacer permanentes las medidas del TCJA, lo que añadiría entre 3,5 y 5,0 billones de dólares al déficit⁵ en los próximos 10 años y llevaría el déficit cerca del 8% o 9% del PIB (con la deuda por encima del 130%). Si además se aprueban otras medidas propuestas en campaña, como las deducciones sobre los beneficios de la Seguridad Social, propinas y horas extras de trabajo y un recorte adicional del tipo impositivo de sociedades hasta el 15%, las estimaciones apuntan a 3 billones de dólares extras de déficit.

Al lado de este deterioro del déficit, la principal nueva fuente de ingresos que destacó en la campaña electoral la nueva Administración han sido los aranceles. Pero la recaudación arancelaria se encuentra en magnitudes muy inferiores al deterioro proyectado del déficit. Por ejemplo, en 2024 el Gobierno recaudó apenas 80.000 millones de dólares en aranceles, un 2% del total de ingresos (en cambio, el IRPF fue de 530.000 millones de dólares). Incluso en un caso extremo en el que se implantara un arancel del 100% sobre todas las importaciones de bienes procedentes de China, los ingresos extras serían de hasta 400.000 millones de dólares anuales, pero solo si se supone que el arancel del 100% no provoca una caída en los volúmenes de importaciones, algo altamente improbable: con aranceles tan elevados, es difícil que las importaciones afectadas representen un ingreso recurrente y estable con el que el Tesoro pueda contar. Análogamente, un arancel universal del 10% sobre todas las importaciones de bienes podría recaudar entre 3 y 4 billones de dólares en acumulado durante la próxima década, pero, de nuevo, asumiendo que la demanda local es inelástica a los precios de las importaciones, y que no hay sustitución ni caída en los volúmenes de importaciones. Además, surge la incógnita del propósito de su uso: ¿los aranceles serán usados meramente como una estrategia de negociación y, por lo tanto, como una herramienta temporal, o como una fuente recurrente y más permanente de ingresos?

1. Los años fiscales de EE. UU. van del 1 de octubre al 30 de septiembre.

2. La CBO es una agencia no partidista del Congreso encargada de proporcionar análisis económicos y presupuestarios.

3. Las proyecciones de la CBO se elaboran bajo el supuesto de que, durante la próxima década, tanto los ingresos como los gastos siguen las tendencias marcadas por las políticas actuales y que la inflación y el crecimiento del PIB se sitúan, de media, en el 2,0% y el 1,8%, respectivamente. Para más detalles, véase el Focus «[Déficit y deuda en ascenso: el futuro de las finanzas públicas de EE. UU.](#)» en el IM09/2024.

4. El *Tax Cuts and Jobs Acts* recortó el tipo impositivo de las sociedades del 35% al 21% y redujo los tipos máximos de cada tramo impositivo del impuesto sobre la renta personal.

5. Véase «*Tax Cuts and Jobs Act Expiration: Options for the Tax Code*», Yale Budget Lab, 2024, «*The 2024 Trump Campaign Policy Proposals: Budgetary, Economic and Distributional Effects*», Penn Wharton Model, agosto de 2024 y «*Donald Trump Tax Plan Ideas: Details and Analysis*», Tax Foundation, octubre de 2024.

... ¿y del lado del gasto?

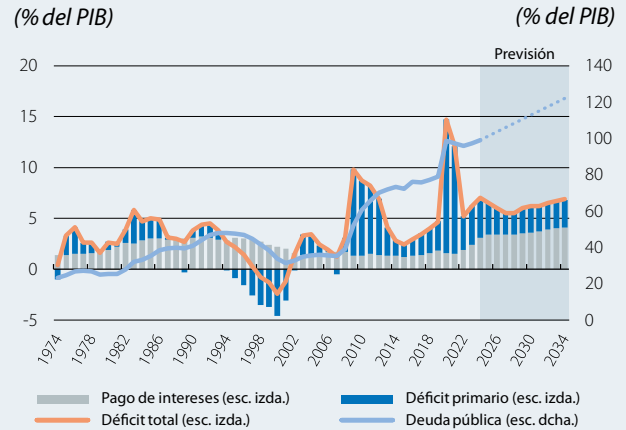
Otra alternativa para evitar el deterioro del déficit vendría por recortes de gasto. Con esa finalidad, el presidente creó la agencia DOGE (Departamento de Eficiencia Gubernamental), liderada por Elon Musk, quien declaró la intención de reducir el gasto en 2 billones de dólares en los próximos 18 meses. El gasto federal se divide en tres categorías. La primera es el gasto «obligatorio» (60% del total), que incluye compromisos como la Seguridad Social y la sanidad, está estipulado por la legislación vigente y requiere cambios de leyes para poder recortarlos. Es decir, complicado de reducir tanto desde un punto legal como desde una perspectiva de bienestar (dado que incluye principalmente beneficios de Seguridad Social y sanidad). La segunda categoría es el gasto discrecional, aquel que cada año se negocia en el Congreso, y que en 2024 fue de 1,8 billones de dólares.⁶ Sin embargo, los gastos discretos tampoco parecen fáciles de recortar (aproximadamente un 50% son gasto en defensa) y, en cualquier caso, están en cotas históricamente bajas y con perspectivas de disminuir bajo las previsiones de continuidad de la CBO. Y el tercero es el pago de intereses de la deuda, y donde se concentra la gran parte del deterioro. En 2024, los pagos de intereses aumentaron hasta los 949.000 millones de dólares, una cifra superior al gasto total en defensa (826.000 millones) o en Medicare (870.000 millones), y representó casi un 15% del gasto total. Con toda probabilidad, los pagos de intereses seguirán aumentando. De hecho, en el escenario base de la CBO, con un tipo de interés alrededor del 4% y en el que el déficit primario caería del 4,0% actual al 2,7% en 2034, se estima que el pago de intereses aumentará hasta los 1,7 billones de dólares (4% del PIB vs. 3% actual). Estabilizar el gasto en intereses exigiría un esfuerzo fiscal claramente mayor y/o un escenario de tipos de interés significativamente más bajos: estimamos que sería necesaria una reducción del déficit primario de hasta un 1,5% del PIB en 10 años, o que los tipos de interés converjan a su nivel prepandemia del 2%.⁷ Reducirlos requeriría un esfuerzo fiscal superior o unos tipos de interés todavía más bajos.

6. Cabe observar que el objetivo de recorte de la DOGE es superior a lo que equivale la totalidad del gasto discrecional.
7. Estas estimaciones se basan en la simulación de la evolución de la deuda

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

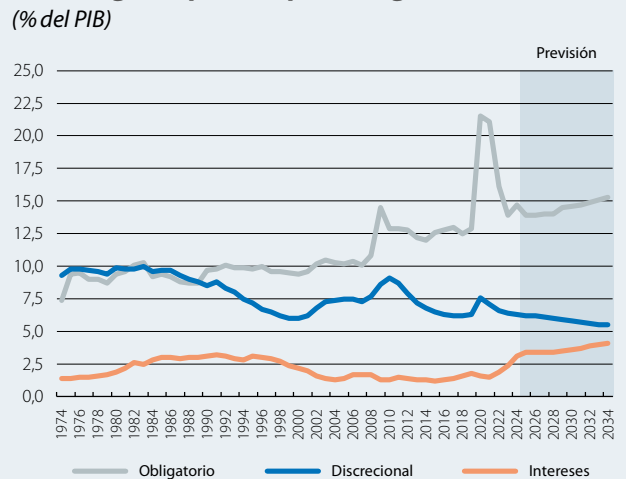
asumiendo un crecimiento nominal del PIB según la CBO. En un caso, fijamos la evolución de los tipos de interés según lo proyectado por *forwards* de mercado de mediados de enero de 2025 y, en el otro, fijamos la evolución del déficit primario según la CBO.

EE. UU.: histórico y proyecciones de déficit y deuda de la CBO



Nota: Las cifras en negativo del eje izquierdo indican un superávit, y en positivo, un déficit. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la CBO.

EE. UU.: gasto público por categoría



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la CBO y el Departamento del Tesoro.

En definitiva, el panorama fiscal con el que se encuentra Trump al iniciar su segundo mandato es muy diferente al que se encontró en 2017 (véase el primer gráfico). La visión panorámica del estado actual de las cuentas públicas y de las grandes propuestas fiscales planteadas en campaña electoral por la nueva Administración apunta a un aumento sostenido del déficit y, en consecuencia, de la deuda. A raíz de esta perspectiva, surgen dudas de la capacidad real que tendrá la nueva Administración de implementar sus propuestas fiscales.

Isabela Lara White

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Actividad									
PIB real	2,9	2,8	2,9	3,0	2,7	2,5	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,2	3,4	2,9	3,4	3,5	3,8	4,1	3,3	...
Confianza del consumidor (valor)	105,4	104,5	106,3	98,9	102,2	110,6	112,8	109,5	104,1
Producción industrial	0,2	–0,3	–0,5	0,0	–0,4	–0,2	–0,6	0,5	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,8	48,5	47,3	48,2	48,4	49,2	50,9
Viviendas iniciadas (miles)	1.421	1.365	1.407	1.340	1.332	1.379	1.294	1.499	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	312	...	325	329	332	...	336	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	4,0	3,8	4,0	4,2	4,1	4,2	4,1	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,3	60,1	60,2	60,1	60,0	59,9	59,8	60,0	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	–3,1	–3,0	–3,1	...
Precios									
Inflación general	4,1	3,0	3,2	3,2	2,6	2,7	2,7	2,9	...
Inflación núcleo	4,8	3,4	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	3,2	...

JAPÓN

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Actividad									
PIB real	1,5	...	–0,9	–0,9	0,5	...	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	35,2	37,2	38,9	37,0	36,8	36,3	36,4	36,2	35,2
Producción industrial	–1,4	–2,7	–4,3	–2,9	–1,8	–1,7	–1,9	–2,8	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	11,0	13,0	13,0	14,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,0	...	–1,2	–1,0	–1,0	...	–1,0	...	...
Precios									
Inflación general	3,3	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	2,9	3,7	...
Inflación subyacente	3,9	2,4	3,2	2,2	2,0	2,3	2,4	2,4	...

CHINA

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Actividad									
PIB real	5,4	5,0	5,3	4,7	4,6	5,4	–	–	–
Ventas al por menor	7,8	3,3	4,7	2,6	2,7	3,8	3,0	3,7	...
Producción industrial	4,6	5,6	5,8	5,9	5,0	5,6	5,4	6,2	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	49,8	49,7	49,8	49,4	50,2	50,3	50,1	49,1
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	865	995	841	864	897	995	965	995	...
Exportaciones	–5,1	4,6	–1,7	4,4	5,4	10,0	7,0	10,5	...
Importaciones	–5,5	1,1	1,6	2,5	2,3	–1,8	–4,0	1,0	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,2	0,2	0,1	...
Tipo de interés de referencia ³	3,45	3,10	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Ventas al por menor (variación interanual)	-1,9	1,0	0,0	0,2	2,0	1,8	1,6	1,9	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,7	...	-4,7	-3,9	-1,6	...	-1,9	...	...
Confianza del consumidor	-17,4	-14,1	-15,4	-14,3	-13,1	-13,6	-13,8	-14,5	-14,2
Sentimiento económico	96,4	95,9	96,1	96,1	96,3	95,1	95,8	93,8	95,3
PMI manufacturas	45,0	45,9	46,4	46,3	45,8	45,5	45,2	45,1	46,6
PMI servicios	51,2	51,5	50,0	53,1	52,5	52,1	49,5	51,6	51,3
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	...	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,5	6,4	6,3	6,3	6,2	6,3	...
Alemania (% pobl. activa)	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4	3,4	3,4	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,5	7,4	7,5	7,5	7,7	7,7	7,8	...
Italia (% pobl. activa)	7,7	6,5	7,1	6,7	6,2	6,0	5,9	6,2	...
PIB real (variación interanual)	0,5	0,7	0,4	0,5	0,9	0,9	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,1	1,1	1,4	1,0	1,2	0,7	-	-	-
Italia (variación interanual)	0,8	0,5	0,3	0,7	0,5	0,5	-	-	-

Precios

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
General	5,5	2,4	2,6	2,5	2,2	2,2	2,2	2,4	2,5
Núcleo	5,0	2,8	3,1	2,8	2,8	2,7	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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Saldo corriente	2,1	...	2,6	3,2	3,3	...	3,5	...	...
Alemania	5,8	...	6,1	6,3	6,2	...	6,0	...	...
Francia	-1,0	...	-0,5	-0,4	-0,1	...	-0,3	...	...
Italia	0,0	...	0,5	0,9	1,1	...	1,3	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	94,2	94,2	93,5	93,1

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	2,7	0,7	0,3	0,4	0,8	1,2	1,0	1,5	...
Crédito a hogares ^{2,3}	1,7	0,5	0,3	0,3	0,6	1,0	0,9	1,1	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	5,1	4,9	4,4	4,4	4,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,8	4,7	4,3	4,3	4,2	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-8,5	-3,9	-8,8	-5,5	-2,5	1,1	1,5	1,8	...
Otros depósitos a corto plazo	21,1	12,3	18,4	14,4	10,5	5,9	6,1	4,5	...
Instrumentos negociables	20,3	20,0	20,5	19,8	22,0	17,9	17,0	16,3	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,7	3,0	3,2	3,1	3,0	2,6	2,6	2,5	...

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

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

La economía española acabó bien 2024 y encara 2025 con optimismo

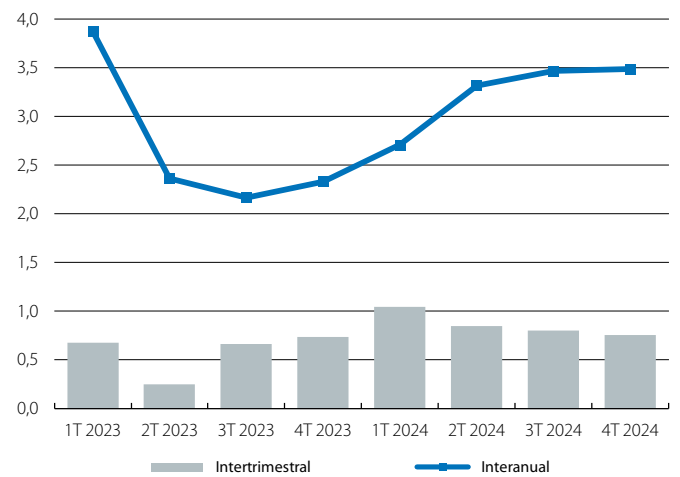
La actividad ha mostrado un notable dinamismo en un entorno desafiante. La economía española creció un 3,2% en 2024 y superó la previsión que manejábamos hace un año del 1,4%, a pesar de la incertidumbre geopolítica, la inflación elevada y los tipos de interés en niveles todavía restrictivos. Este crecimiento se debe al buen desempeño del sector exterior, al turismo (que contribuyó en 0,7 p. p. al crecimiento) y a la progresiva reactivación del consumo privado, que va ganando protagonismo en detrimento de un consumo público que tiró mucho hasta el 3T. En 2025, se espera que la economía siga creciendo por encima del promedio de la eurozona, apoyada por el dinamismo del consumo de los hogares, gracias a la recuperación del poder adquisitivo, y la recuperación de la inversión. Los importantes desafíos geopolíticos y el débil crecimiento europeo se presentan como los principales factores de riesgo.

El PIB de España crece con brío en el 4T 2024 y supera expectativas. En el 4T 2024, el PIB creció un 0,8% intertrimestral y un 3,5% interanual, manteniendo el mismo ritmo que en el 3T. Este crecimiento contrasta con el estancamiento de la eurozona. En el conjunto de 2024, el PIB creció un 3,2%, 5 décimas más que en 2023, y se situó un 7,6% por encima del nivel prepandemia. La sorpresa positiva del dato de crecimiento del PIB del 4T nos llevará a revisar al alza la previsión de crecimiento de 2025, actualmente en el 2,3%, debido al efecto arrastre que genera el repunte de crecimiento en la segunda mitad del año pasado. El mercado laboral también dio buenas noticias: según la EPA, la tasa de paro descendió hasta el 10,6% en el 4T, la cifra más baja desde el 2T 2008, y los ocupados aumentaron en 34.800 personas respecto al trimestre anterior, una mejora respecto al promedio en un 4T en 2014-2019 (+28.300).

La demanda interna, especialmente el consumo privado y la inversión, fue el principal motor del crecimiento en el 4T, aportando 1,2 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB. El consumo privado creció un pujante 1,0% intertrimestral, mientras que la inversión, especialmente en equipo y construcción, mostró un repunte significativo. En contraste, la demanda externa tuvo una contribución negativa de 0,4 p. p. al crecimiento intertrimestral debido a la caída en las exportaciones de bienes (-1,1% intertrimestral) y al mayor dinamismo de las importaciones.

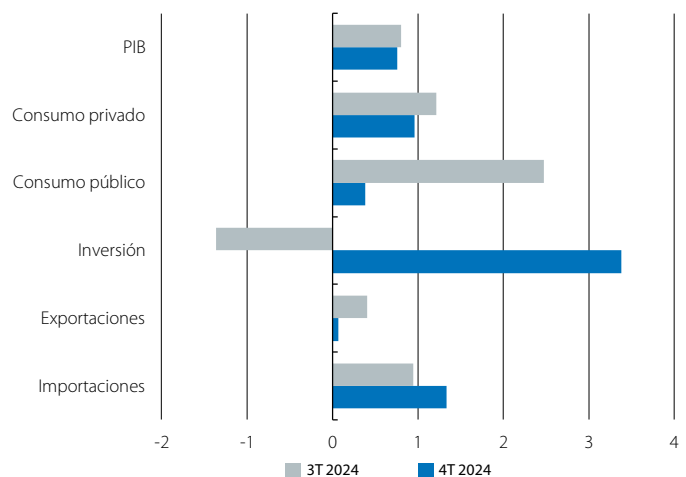
Balance globalmente positivo de los primeros indicadores de actividad disponibles para 2025, aunque con un ritmo menor al del 4T 2024. Así, según los datos de afiliación a la Seguridad Social, el año arrancó de forma positiva. Si bien, como es habitual en un mes de enero, la afiliación cayó, en términos desestacionalizados el empleo registró un aumento de 35.750 trabajadores. Por su parte, en enero, el índice PMI para el sector servicios se situó en los 54,9 puntos, manteniéndose en

España: PIB Variación (%)



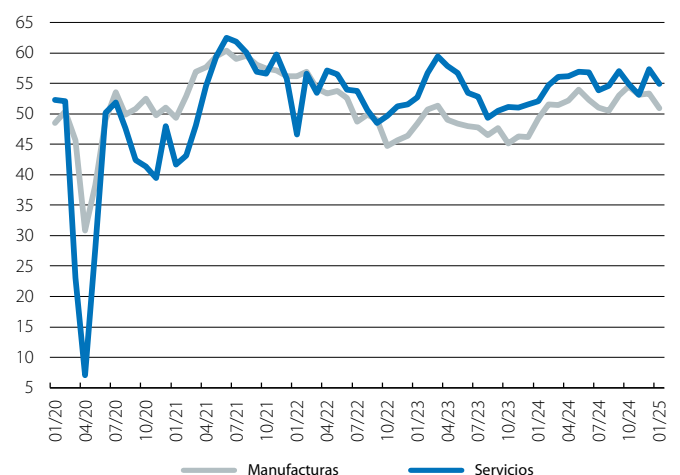
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: componentes del PIB Variación intertrimestral (%)



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

España: PMI Nivel



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

zona expansiva (>50), aunque por debajo del registro de diciembre (57,3). Sin embargo, la industria desprendió peores sensaciones, pues el PMI de manufacturas bajó a 50,9 puntos en enero, ligeramente por encima de la frontera expansión/contracción y por debajo del registro de diciembre (53,3), lastrada por la desaceleración en el ritmo de crecimiento de nuevos pedidos y la producción. Asimismo, por el lado del consumo, el [monitor de consumo de CaixaBank Research](#) muestra que en enero la actividad de tarjetas españolas habría mantenido su dinamismo con un crecimiento del 3,9% interanual, frente al 3,2% en diciembre y el 4,1% en noviembre.

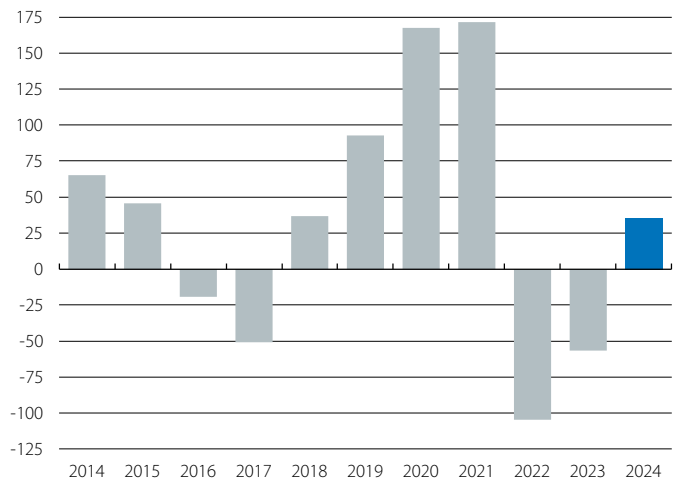
La inflación subyacente mantiene en enero su tendencia a la baja, mientras que la general repunta ligeramente por la energía. La inflación general ascendió al 3,0% en enero, 2 décimas por encima del dato de diciembre. En contraposición, la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) registró un descenso de 2 décimas hasta el 2,4% (hace un año era del 3,6%). El ligero repunte de la inflación general en enero se explica por el incremento de los precios de los carburantes y, en menor medida, de la electricidad por el aumento de los impuestos en la factura eléctrica (por ejemplo, el IVA de la electricidad pasó el 1 de enero del 10% al 21%). En positivo, la caída de la inflación subyacente parece indicar que las tendencias de fondo de los precios se mantienen a la baja, más allá del repunte del indicador general.

Las transacciones de vivienda en España continúan creciendo a tasas de dos dígitos. Las compraventas volvieron a crecer con fuerza en noviembre (15% interanual) y consolidan los excepcionales incrementos observados en meses anteriores (51% interanual en octubre). El giro en la política monetaria en los últimos meses explica gran parte de la reactivación del sector en 2024. Entre enero y noviembre, se cerraron 591.500 transacciones, un crecimiento del 8,1% interanual. El dinamismo en las compraventas, junto con la aceleración de los precios en un contexto de pujante demanda y una oferta que está respondiendo al mismo ritmo, nos ha llevado a aumentar las previsiones de precios y compraventas en 2024 y 2025, tal como se explica en detalle en el Focus [«Nuevas previsiones para el sector inmobiliario español: el ciclo alcista se afianza en 2025»](#) en este mismo informe.

El momento dulce del turismo en España permite mejorar el saldo corriente a pesar de la languidez de las exportaciones de bienes. En términos acumulados en el año hasta noviembre, las exportaciones de bienes se estancan en términos interanuales frente a la caída de las importaciones en el acumulado del año (-0,26% interanual), aunque estas van de menos a más. Así, el déficit comercial se situó hasta noviembre en el -2,3% del PIB, lo que representó una mejora frente al -2,5% registrado los 11 primeros meses del año anterior. A su vez, el superávit de los servicios acumulado hasta noviembre subió al 6,5% del PIB (6,3% en noviembre de 2023), aupado por la envidiable salud del turismo, que cerró 2024 con unas cifras extraordinarias. En 2024, las llegadas de turistas rozaron los 94 millones, un 10,1% más que en 2023, y realizaron un gasto un 16,1% superior al de 2023.

España: ocupados

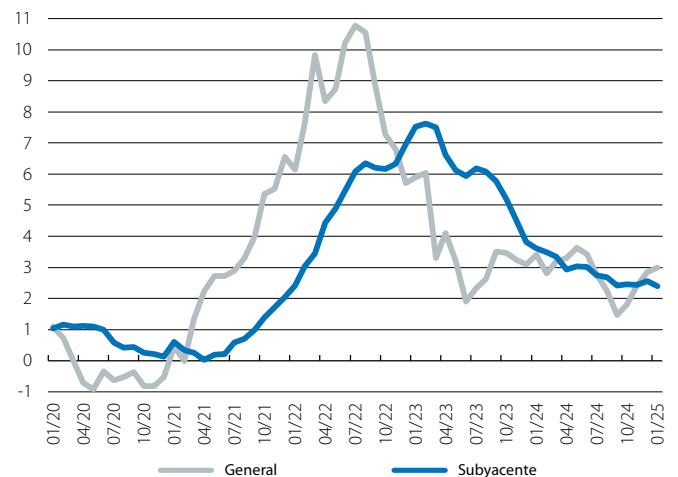
Variación trimestral en el 4T (miles)



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

España: IPC

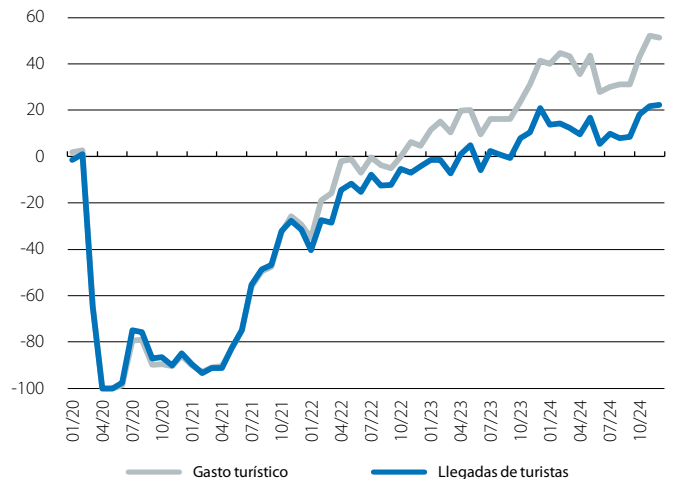
Variación interanual (%)



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

España: indicadores de turismo extranjero

Variación con respecto al mismo mes de 2019 (%)



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

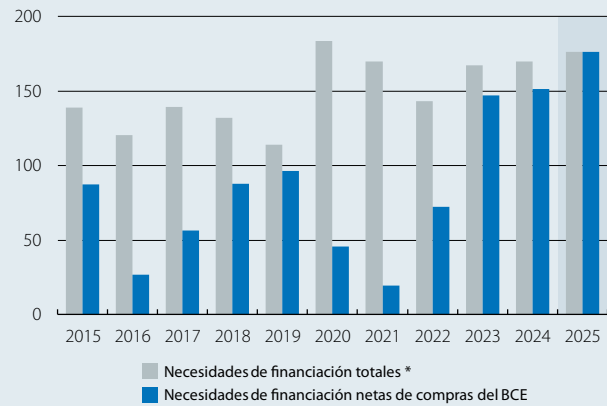
Estrategia del Tesoro 2025 en un contexto de reducción del déficit público español

Contexto: ajuste en las cuentas públicas con las nuevas reglas fiscales

En 2025, preveemos un ajuste del déficit público cercano a medio punto del PIB, situándolo en torno al 2,8% del PIB. Este descenso se debe en buena parte al fin de los descuentos fiscales y ayudas directas, que en 2024 representaron 5.500 millones de euros (0,4% del PIB). Este escenario fiscal ya tiene en cuenta un aumento excepcional del gasto de varias décimas por las medidas de apoyo por la DANA, en buena parte compensado por las nuevas medidas de ingresos aprobadas en diciembre (tipo mínimo del 15% en sociedades para multinacionales, aumento del tipo marginal máximo IRPF para rentas del capital, impuesto a vapeadores...). Con todo, si se acabaran aprobando los Presupuestos para este año y estos incorporaran medidas adicionales de gasto, el déficit podría ser algo superior.

Un déficit inferior al 3,0% es un dato muy por debajo del que se espera en países como Francia (entre el 5% y el 6% del PIB) o Italia (déficit en torno al 3,5%) y además es plenamente consistente con las reglas fiscales que comienzan a aplicarse este año. En concreto, España se ha comprometido en el Plan Fiscal y Estructural 2025-2031, aprobado recientemente por el Consejo Europeo, a un ajuste del saldo estructural primario de 4 décimas en 2025.¹ Como el gasto en intereses se prevé estable en porcentaje del PIB este 2025, el ajuste del déficit provendrá básicamente de una reducción del déficit estructural primario con la retirada de las ayudas (por regla general, la Comisión Europea tiene una definición muy restrictiva de lo que considera una

España: necesidades de financiación del Tesoro (Miles de millones de euros)



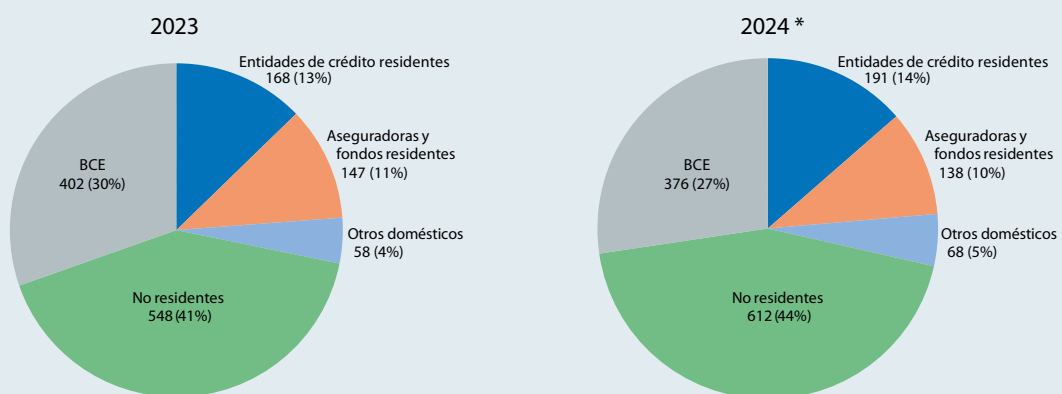
Nota: * Las cifras de amortizaciones no incluyen las letras.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

medida *one-off*, de forma que las medidas para luchar contra la inflación entran dentro del perímetro del saldo estructural).

Así, la buena situación cíclica de la economía permitirá un robusto crecimiento de los ingresos públicos en torno al 6% interanual, mientras que el aumento del gasto público será menor, teniendo en cuenta que el plan estructural fija que el crecimiento del gasto primario computable neto² de España en 2025 (que no incluye las medidas DANA) se sitúe algo por debajo del 4%.³

España: tenencias de deuda del Estado (letras, bonos y obligaciones)

Miles de millones de euros y estructura (%)



Nota: * Datos de noviembre de 2024.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

1. El plan propone un ajuste fiscal acumulado en 2024-2031 en el saldo estructural primario de 2,9 puntos de PIB (0,42 puntos en promedio al año). De esta forma y teniendo en cuenta que el gasto en intereses se mantendrá estable por debajo del 3% de PIB, el déficit público bajaría del 3,0% del PIB en 2024 al 0,8% en 2031 y el saldo primario del -0,4% del PIB en 2024 al +2,0% en 2031.
2. El gasto computable incluye el gasto público neto de los gastos en concepto de intereses, medidas discrecionales relativas a los ingresos, los gastos en programas de la UE compensados íntegramente con los ingresos procedentes de los fondos de la Unión, el gasto nacional en cofinanciación de programas financiados por la Unión, los elementos cíclicos del gasto en prestaciones de desempleo y las medidas puntuales y otras medidas de carácter temporal.
3. El crecimiento del gasto primario neto sería en promedio del 3% entre 2025 y 2031.

A pesar de la disminución prevista del déficit, las necesidades de financiación del Tesoro siguen siendo elevadas. En 2025, el Tesoro prevé una emisión neta de 60.000 millones de euros, cubierta principalmente mediante instrumentos de medio y largo plazo. Se trata de una cifra elevada, superior en 5.000 millones a la de 2024, por las necesidades de financiación derivadas de las medidas de apoyo a los afectados por la DANA (recordemos que el Gobierno central ha aprobado medidas por más de 16.000 millones, con un impacto sobre el déficit de 5 décimas de PIB), aunque inferior en 5.000 millones a la de 2023. La emisión bruta de deuda a medio y largo plazo será de 176.514 millones de euros.

La estrategia del Tesoro, tras la culminación del repliegue del BCE

El BCE culmina este año su repliegue y dejará de reinvertir, lo que supone un cambio de escenario para la colocación de la deuda a emitir.⁴ Sin embargo, el contexto de mayores tipos de interés en relación con el periodo 2016-2022 y el anclaje de las expectativas deberían aumentar el atractivo de la deuda pública para los inversores, ya sean domésticos o no residentes. En 2024, los inversores extranjeros aumentaron sus tenencias de deuda española en 64.300 millones de euros, muy por encima del promedio histórico 2003-2021 (16.400 millones de aumento promedio anual). De esta manera, su peso sobre el total de tenencias de nuestra deuda (incluidas las letras, las cuales suponen apenas el 5% de la cartera de deuda) ha subido al 44,2%, frente al 40,3% de finales de 2022.

Por otra parte, los inversores minoristas españoles han liderado el interés doméstico en las letras del Tesoro, pasando a ser su principal tenedor, con un incremento histórico de 24.125 millones de euros desde finales de 2022, aunque se ha estabilizado al calor de las primeras bajadas de tipos (-1.370 millones entre junio y noviembre). Así, los inversores domésticos en su conjunto concentran el 28,6% de toda la deuda en circulación (26,3% a finales de 2022).

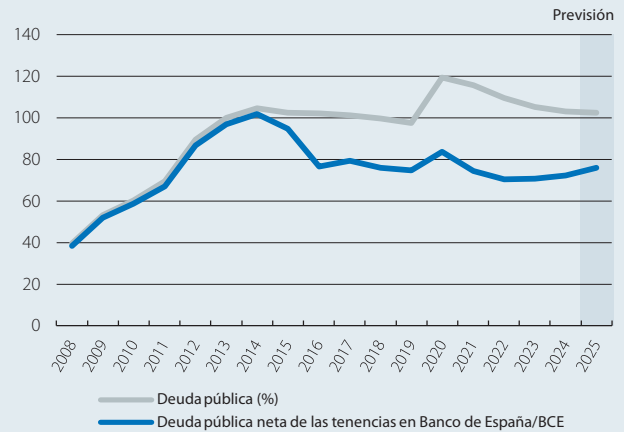
Mirando el *stock* total, estimamos que la deuda pública en manos del BCE representará en 2025 un 25,7% del total de la deuda (un 26,3% del PIB), dejando el sobrante 73,7% (el 75,9% del PIB) en manos del resto de inversores. Entre los años 2012 y 2015, el volumen de deuda sobre el total en manos de actores que no eran el banco central superó con creces esta cifra (con un pico del 101,6% del PIB en 2014).

En 2024, el coste medio de las nuevas emisiones del Tesoro español se redujo a 3,16%, 28 p. b. menos que en 2023 y 80 p. b. por debajo del pico de octubre de 2023. Esta reducción está alineada con la bajada acumulada de tipos del BCE, que siguen siendo superiores al coste medio de la cartera, lo que hará que el coste medio siga subiendo temporalmente. La vida media de la cartera se ha mantenido estable cerca de los ocho años, ya que el Tesoro ha aprovechado los años de tipos bajos para emitir en los tramos más largos de la curva. Esta estabilidad ha mitigado el impacto de la subida de los tipos de interés, con el coste medio de la deuda, aumentando solo 57 p. b. desde 2021 a pesar de la importante subida de los tipos de interés.

4. En 2024, el BCE ya cesó sus compras netas de deuda soberana española y se limitó a reinvertir amortizaciones del PEPP (programa de expansión cuantitativa extraordinario por la pandemia) por valor de 18.600 millones (un 1,2% del PIB). En 2025, el BCE dejará de reinvertir amortizaciones del PEPP.

España: deuda pública

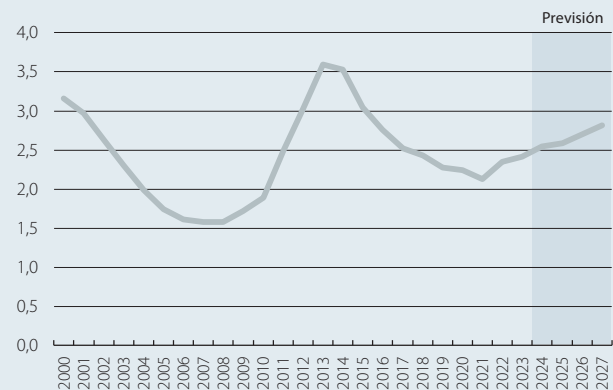
(% del PIB)



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

España: pago de intereses de la deuda pública

(% del PIB)



Nota: Como el vencimiento medio es de 8 años, la predicción se realiza a partir del tipo de mercado implícito a 8 años. Fuente: CaixaBank Research.

En 2025 se prevé que el coste medio del conjunto de la deuda pública repunte de forma muy moderada, dado que una parte importante de la deuda que se irá amortizando se emitió hace siete u ocho años a tipos más bajos que los de emisión actuales. En concreto, el pago de intereses para la deuda del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.), teniendo en cuenta el repunte de los tipos soberanos por diversos conductos como la influencia del repunte de soberanos en EE. UU., expectativas de mayor crecimiento y mayor incertidumbre alrededor de donde estarán los tipos a medio-largo plazo... se podría situar en 2025 en el 2,5%-2,6% del PIB, un nivel similar al del 2023-2024 y en línea con lo esperado por AIReF, pero inferior al de hace una década (en 2014, por ejemplo, alcanzaba el 3,5%).

A medio plazo, en 2027, la factura de intereses del conjunto de las AA. PP. podría situarse alrededor del 2,8% del PIB. Será clave implementar una estrategia de consolidación fiscal gradual y sostenida, ajustada a las nuevas reglas fiscales de la UE.

Javier Garcia-Arenas

Nuevas previsiones para el sector inmobiliario español: el ciclo alcista se afianza en 2025

El mercado de la vivienda entró en modo expansivo en 2024

El año 2024 se caracterizó por un cambio de tendencia en el mercado inmobiliario. Si en 2023 el aumento de los tipos de interés propició que el precio de la vivienda se ralentizara y que disminuyera la demanda (las compraventas cayeron un 10,2%), en 2024 el precio se aceleró de forma notable. Así, el precio de la vivienda pasó de crecer un 3,9% en 2023 a un 6,0% interanual en el 3T 2024 según el Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana (MIVAU), basado en valor de tasación. La aceleración es todavía más evidente en el índice del INE, basado en precios de transacción: del 4,0% en 2023 al 8,2% interanual en el 3T 2024.

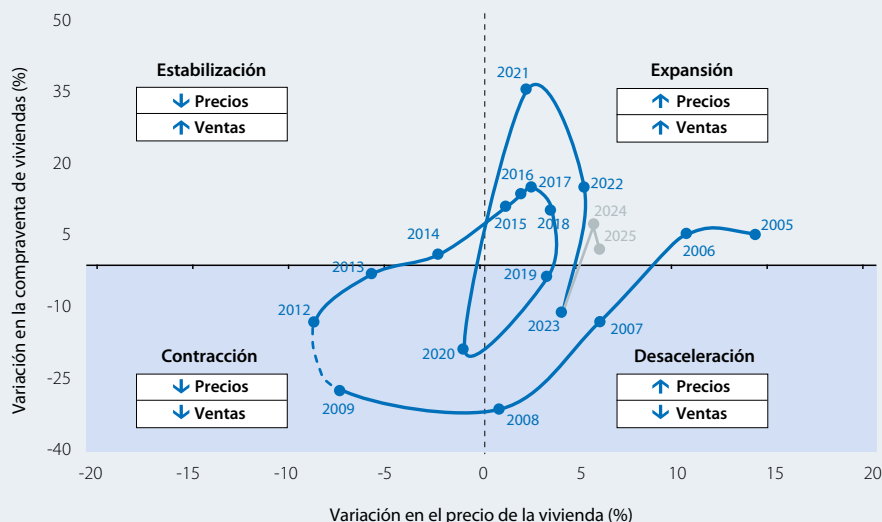
Esta aceleración de los precios se ha producido en un contexto en el que la demanda de vivienda se ha mantenido muy dinámica. El número de compraventas aumentó un 8,1% interanual en enero-noviembre de 2024 (628.000 unidades en el acumulado de 12 meses hasta noviembre, un 24% más que en 2019), a causa de un conjunto de factores que están impulsando la demanda: crecimiento de la renta bruta disponible, pujanza de la demanda extranjera, flujos migratorios positivos, situación financiera favorable de los hogares, reducción de los tipos de interés y expectativa de que los precios de la vivienda seguirán aumentando.

El reloj inmobiliario de CaixaBank Research muestra este movimiento: el sector abandonó la zona de desaceleración en la que se hallaba en 2023 (descenso de ventas, pero no de precios) para entrar en la zona expansiva en 2024 (incremento de ventas y del precio).¹

La tendencia alcista tendrá continuidad en 2025

Para 2025, consideramos que el mercado de la vivienda se mantendrá en esta zona expansiva. Por un lado, los distintos factores que han impulsado la demanda seguirán presentes. El BCE seguirá reduciendo los tipos de interés, la renta de las familias se espera que siga recuperando poder adquisitivo y la población también se prevé que siga creciendo. Así, prevemos que el número de transacciones se sitúe alrededor de 650.000, igualando el registro de 2022. Por el otro, esperamos que la oferta de vivienda continúe creciendo gradualmente: elevamos la previsión de visados de obra nueva de 125.000 a 135.000 en 2025, tras ir ganando tracción en 2024 (+16,5% interanual en enero-octubre de 2024, unos 125.000 en el acumulado de 12 meses). Sin embargo, la nueva oferta de vivienda es probable que se mantenga por debajo de los nuevos hogares que se creen, lo que mantendrá el crecimiento de los precios de la vivienda en cifras similares a las observadas en 2024. En concreto, esperamos que el indicador de precios

Reloj inmobiliario de CaixaBank Research



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

1. Para una descripción del movimiento del reloj inmobiliario en los últimos años, véase el Focus «El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: desaceleración a la vista» publicado en el IM09/2022. La última actualización del reloj se publicó en el IM03/2024: «El reloj inmobiliario de CaixaBank Research: de la desaceleración a la expansión».

MIVAU (valor de tasación) crezca un 5,6% y un 5,9% en 2024 y 2025, respectivamente (+0,5 p. p. y +2,3 p. p. con respecto a la previsión anterior). Para el índice del INE (precio de transacción), la revisión al alza es de +1,3 p. p. y +3,1 p. p., respectivamente, hasta el 8,5% en 2024 y el 7,2% en 2025.

Con estas nuevas previsiones, el crecimiento del precio de la vivienda sería ligeramente superior al de la renta disponible por hogar, de modo que la ratio de accesibilidad² aumentaría ligeramente a nivel agregado, del 7,2 en 2024 al 7,5 en 2025, alcanzando una cota similar a la de 2022, si bien muy inferior al máximo del 9,4 que se alcanzó en 2007. De este modo, el buen comportamiento de las rentas de los hogares evitaría a corto plazo la aparición de desequilibrios destacados en los precios a nivel agregado, aunque en las grandes ciudades existe un problema obvio de accesibilidad. En todo caso, el comportamiento del precio de la vivienda seguirá condicionado en gran medida por el desajuste entre la oferta y la demanda. En este sentido, una reactivación de la oferta menor de lo prevista podría presionar más de lo esperado a los precios de la vivienda y, en función de la reacción de la demanda, agravar los problemas de accesibilidad.³

Judit Montoriol Garriga

Previsiones de CaixaBank Research para el sector inmobiliario español (enero de 2025)

	2021	2022	2023	2024	2025
Compraventas (Miles)	566	650	584	630 (572)	650 (578)
Visados de obra nueva (Miles)	108	109	109	125 (115)	135 (125)
Precio vivienda (MIVAU) (Variación anual, %)	2,1	5,0	3,9	5,6 (5,1)	5,9 (3,6)
Precio vivienda (INE) (Variación anual, %)	3,7	7,4	4,0	8,5 (7,1)	7,2 (4,1)

Nota: Entre paréntesis, previsión de octubre de 2024.

Fuente: CaixaBank Research.

2. La ratio de accesibilidad se calcula dividiendo el precio de una vivienda representativa y la renta bruta disponible del hogar mediano, e indica el número de años de renta íntegra que el hogar español mediano debe dedicar para comprar una vivienda promedio.

3. Para más detalle sobre la situación y perspectivas del sector, véase el [Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2025](http://www.caixabank-research.com), disponible en www.caixabank-research.com a finales de febrero de 2025.

La estabilidad del empleo mejora en España

A la vista de la notable reducción que ha registrado la tasa de temporalidad en los últimos años, de forma generalizada por sectores, grupos de edad o regiones, podría decirse que la reforma laboral aprobada en diciembre de 2021 ha logrado uno de sus principales objetivos. En este sentido, del total de afiliados al Régimen General al cierre de 2024, el 12,7% eran temporales, cifra que contrasta con el 29,7% en el promedio de 2014-2019.¹ ¿Esto se ha traducido en una mayor estabilidad del empleo? Como veremos en las siguientes líneas, también en este aspecto hemos asistido a una mejora, aunque de menor intensidad que la que se deduce a partir de la caída de la tasa de temporalidad.²

Dado que la reforma laboral ha desincentivado la contratación temporal y ha crecido el peso de los contratos indefinidos, se ha producido una caída significativa del número de contratos que se firman. Así, los contratos registrados han pasado de cerca de 20,3 millones en promedio anual antes de la pandemia (2014-2019) a 15,4 millones en 2024 (véase el primer gráfico); como resultado, se ha producido una caída del índice de rotación (cociente entre el número de contratos firmados y el número de personas contratadas en el periodo), pasando de 1,37 de media mensual en 2014-2019 a 1,22 en 2024 (véase el segundo gráfico).

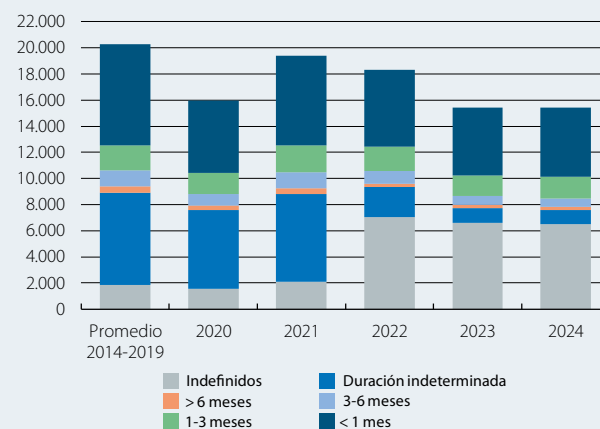
El hecho de que se firmen menos contratos para sustituir a los temporales que llegan a su fin se traduce, de forma automática, en un menor volumen de altas y bajas en la Seguridad Social. La evolución de las altas y bajas es un indicador que nos aproxima a la mayor o menor estabilidad del empleo. En este sentido, para ver el comportamiento de la rotación en el mercado laboral, podemos fijarnos en la ratio de la suma de altas y bajas de cada mes sobre el volumen total de afiliados (trabajadores asalariados inscritos en el Régimen General): esta ratio nos muestra la intensidad de los flujos de entrada y salida del mercado laboral con relación al volumen de empleo.

Como se observa en el tercer gráfico, esta tasa de rotación se ha reducido en los últimos años, desde el 1,30% en el promedio de 2014-2019 (es decir, de cada 100 trabajadores, 1,30 se daban de alta o de baja mensualmente) hasta el 1,10% en 2024. Sin embargo, este buen resultado viene acompañado de una mayor rotación, tanto entre los trabajadores temporales (del 3,84% al 4,32%) como, especialmente, entre los indefinidos, cuya tasa, si bien se mantiene en niveles bajos, ha pasado del 0,25% al 0,67%;

1. Para más detalle, véase el Focus «¿Dónde se ha concentrado la caída de la tasa de temporalidad?» en el IM06/2024.

2. Véase FEDEA (2023). «Reforming dual labor markets: “empirical” or “contractual” temporary rates?». Estudios sobre la Economía Española, número 2023-36.

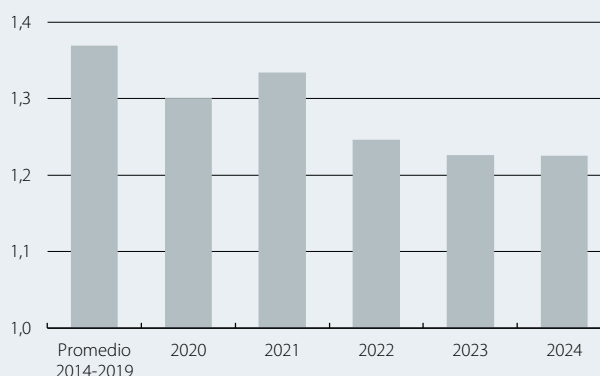
España: contratos registrados por duración (Miles)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Trabajo y Economía Social.

España: tasa de rotación media mensual de los contratos

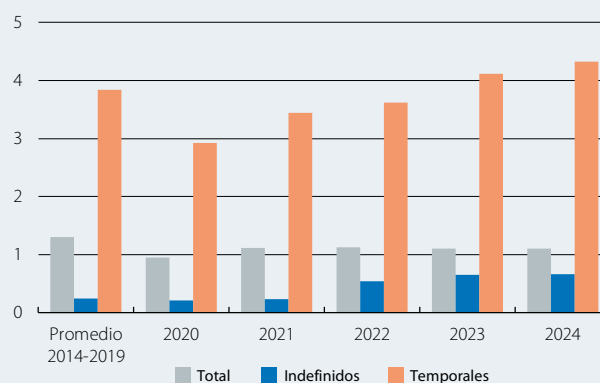
Contratos registrados sobre personas contratadas en el periodo (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Trabajo y Economía Social.

España: tasa de rotación mensual laboral de los asalariados

Suma de altas y bajas sobre afiliados (%)



Nota: Media de las ratios mensuales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

únicamente se ha reducido la rotación, de 0,47% a 0,40%, entre el resto de trabajadores, que incluyen cuidadores no profesionales, funcionarios o aquellos que tienen contrato de formación o prácticas.

Otro indicador que muestra la mayor estabilidad en el mercado laboral es la tasa de supervivencia de los contratos un año después de su firma. A partir de datos de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL),³ se desprende que el 16% de los contratos firmados en marzo de 2022 seguían en vigor un año después, frente al 11% en el caso de los contratos firmados en el mismo mes de 2017 y 2018. Por el contrario, la supervivencia en el caso de los contratos indefinidos, excluidos los fijos discontinuos, se reduce del 52,5% al 48%, lo que vendría a confirmar que una parte de la inestabilidad inherente a los contratos temporales se ha trasladado a los contratos indefinidos.

En la misma línea, los flujos de la EPA muestran una notable caída de los ocupados que pasan a situación de parados en el siguiente trimestre. Frente a un promedio trimestral del 3,9% en el periodo 2014-2019, se ha bajado al 2,9% en 2024, un porcentaje que aún se encuentra por encima del promedio europeo (1,3%).

En definitiva, la estabilidad del empleo, en términos agregados, ha mejorado en los últimos años, y ello pese a que, por tipo de contrato, la rotación ha aumentado en cada uno de ellos. Lo que ha dominado es el efecto composición al haber ganado peso los contratos indefinidos con menor rotación.

Nuria Bustamante y Sergio Díaz

3. La MCVL recoge información individual anonimizada, procedente de las bases de datos de la Seguridad Social y de otros datos del Padrón Continuo Municipal (INE) y del resumen anual de retenciones e ingresos a cuenta del IRPF (AEAT), sobre las relaciones con la Seguridad Social de una amplia muestra de afiliados y pensionistas (1,32 millones en la última edición de 2023); se dispone de información sobre la fecha de alta y baja de cada afiliación entre enero de 2017 y marzo de 2023. Para más información, véase Banco de España (2024), «El comportamiento reciente de la tasa de temporalidad y de otros indicadores que aproximan el grado de estabilidad del empleo», Recuadro 3.1, *Informe Anual 2023*.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Industria									
Índice de producción industrial	-1,4	...	-0,4	0,1	0,2	...	-0,4	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,5	-4,9	-5,2	-5,5	-2,9	-5,9	-5,2	-4,5	-4,3
PMI de manufacturas (valor)	48,0	52,2	50,7	52,8	51,5	53,6	53,1	53,3	50,9
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,5	...	2,0	4,6	10,2	...	15,9	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-10,2	...	-11,0	-10,0	-1,1	...	6,4	...	...
Precio de la vivienda	4,0	...	6,3	7,8	8,2	...	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	15,8	14,3	12,3	10,1	11,5	10,1	...
PMI de servicios (valor)	53,6	55,3	54,3	56,6	55,2	55,1	53,1	57,3	54,9
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,5	1,7	1,1	0,5	2,6	2,8	0,9	4,0	...
Matriculaciones de automóviles	16,7	7,1	3,1	8,5	1,7	14,4	6,4	28,8	5,3
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-19,2	...	-17,2	-14,4	-13,6	...	...	...	...
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	3,1	2,2	3,0	2,0	1,8	2,2	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	12,2	11,3	12,3	11,3	11,2	10,6	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social ³	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
PIB	2,7	3,2	2,7	3,3	3,5	3,5	...	...	...

Precios

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
General	3,5	2,8	3,1	3,5	2,2	2,4	2,4	2,8	3,0
Subyacente	6,0	2,9	3,5	3,0	2,6	2,5	2,4	2,6	2,4

Sector exterior

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	...	-6,9	-4,9	-1,8	...	-0,8	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-7,2	...	-9,8	-7,1	-3,1	...	-1,2	...	...
Saldo corriente	39,8	...	41,2	45,4	49,6	...	49,4	...	...
Bienes y servicios	58,8	...	60,5	65,5	69,3	...	69,3	...	...
Rentas primarias y secundarias	-19,1	...	-19,2	-20,1	-19,7	...	-19,9	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	56,0	...	56,0	61,5	66,2	...	65,9	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	0,3	5,0	3,3	5,2	4,3	5,0	5,6	5,0	...
A la vista y preaviso	-7,4	1,9	-5,2	-1,9	-1,6	1,9	1,4	1,9	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	100,5	23,7	96,7	68,0	47,5	23,7	32,4	23,7	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	0,5	23,0	-4,6	-4,1	14,8	23,0	20,2	23,0	...
TOTAL	0,3	6,2	2,7	4,5	5,1	6,2	6,8	6,2	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	-3,4	0,6	-2,6	-1,3	-0,3	0,6	0,4	0,6	...
Empresas no financieras	-4,7	0,3	-3,6	-1,8	-0,6	0,3	0,2	0,3	...
Hogares - viviendas	-3,2	0,5	-2,5	-1,5	-0,7	0,5	0,1	0,5	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	1,8	-0,1	0,7	1,2	1,8	1,9	1,8	...
Administraciones públicas	-3,5	-2,8	-4,8	-2,7	-5,4	-2,8	-3,0	-2,8	...
TOTAL	-3,4	0,4	-2,7	-1,4	-0,7	0,4	0,2	0,4	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,5	...	3,6	3,4	3,4	...	3,4	...	...

Notas: 1. Dato deflactado, excluye estaciones de servicio. 2. 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.

La economía portuguesa toma brío en el 4T 2024

El PIB sorprendió positivamente en el 4T 2024 con un avance intertrimestral del 1,5% (2,7% interanual), que situó el crecimiento en el conjunto del año en el 1,9%, por encima de la previsión de CaixaBank Research (1,7%) y del consenso de analistas. El buen comportamiento en el tramo final de 2024 introduce riesgos al alza, por el efecto arrastre, en la previsión actual de CaixaBank Research para 2025 (2,3%).

Por componentes, la inversión debería recuperarse, dadas las expectativas de aceleración en la ejecución de los fondos NGEU, que entran en su penúltimo año, en un entorno, además, con condiciones de financiación menos restrictivas. El consumo privado también mantendrá un notable dinamismo, gracias a la solidez del mercado laboral y al avance de la renta disponible real de las familias. Consideramos que la demanda externa tendrá una ligera contribución negativa al crecimiento del PIB, derivada de una aceleración de las importaciones junto con unas exportaciones que se verán afectadas negativamente por un contexto internacional aún incierto respecto al impacto de las políticas más proteccionistas de EE. UU.

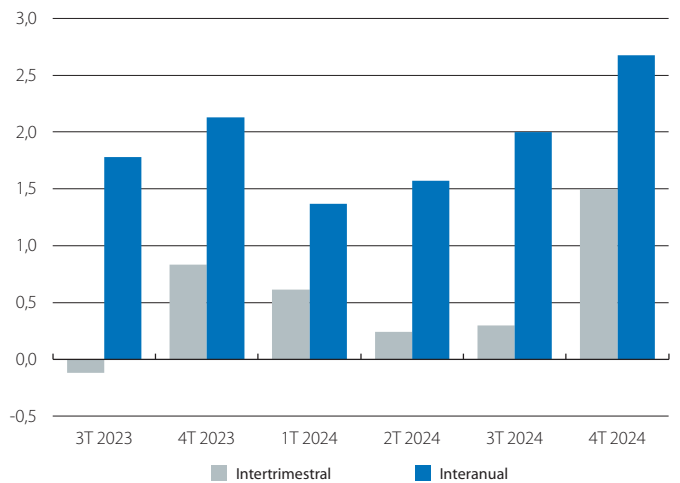
La inflación desciende en enero. El IPC general disminuyó al 2,5% en enero, frente al 3,0% del mes anterior, mientras que la tasa subyacente pasó del 2,8% al 2,6%. Esta corrección se explica, en parte, por un efecto base asociado tanto al fin de la exención del IVA en un conjunto de bienes alimentarios esenciales como al aumento de precios de la electricidad, que se produjeron en enero de 2024. No obstante, los datos de enero son superiores a los registrados hace un año (2,3% la tasa general y 2,4% la subyacente), lo que refleja la resistencia a la baja de la inflación en este último tramo hasta alcanzar el objetivo del 2%.

Nuevo récord en el sector turístico en 2024, con 31,6 millones de llegadas de turistas y 80,3 millones de pernoctaciones, lo que supone crecimientos del 5,2% y el 4,0%, respectivamente. El incremento de pernoctaciones fue superior entre los extranjeros (+4,8% vs. 2,4% los residentes). Entre los mercados emisores, el Reino Unido sigue líder, aunque los crecimientos más intensos de las pernoctaciones son de turistas de Canadá y de EE. UU. (+17,1% y +12,1%, respectivamente). Para 2025 las perspectivas siguen siendo muy positivas, fruto de la recuperación del poder adquisitivo y el mantenimiento de un dólar fuerte.

Las cuentas públicas terminan 2024 en terreno positivo por segundo año consecutivo. El saldo presupuestario (en términos de caja) se situó en el 0,1% del PIB en el conjunto del año, frente al 1,7% de 2023 (excluido el impacto de la transferencia del Fondo de Pensiones de la CGD a la CGA). El menor superávit se explica por el intenso crecimiento del gasto (9,2%, frente al 5,1% de los ingresos). En todo caso, el ligero saldo positivo mejora la estimación del Gobierno (-0,4% del PIB). A partir de este resultado, estimamos que en términos de contabilidad nacional el superávit se haya situado en torno al 1,0% del PIB, lo que, de confirmarse, superaría ampliamente la estimación del Gobierno (0,4%) y de CaixaBank Research (0,5%).

Portugal: PIB

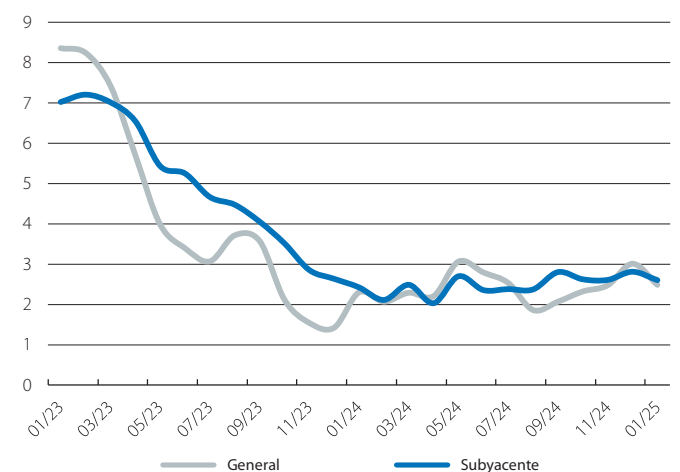
Variación (%)



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

Portugal: IPC

Variación interanual (%)

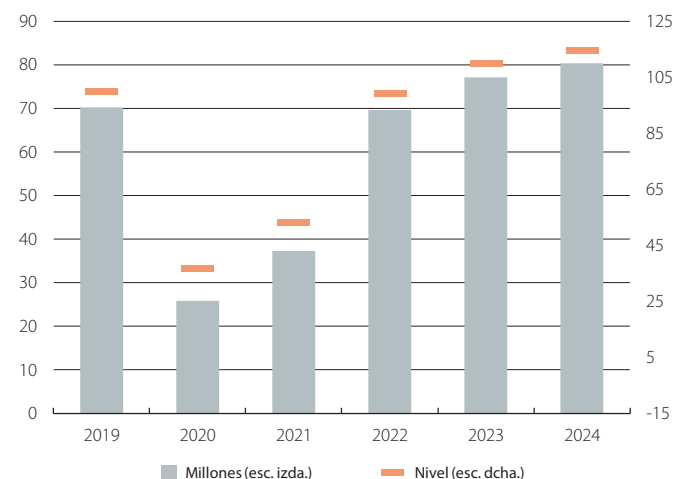


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: pernoctaciones

(Millones)

Nivel (100 = 2019)



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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Índice coincidente de actividad	3,5	1,5	2,1	1,4	1,1	1,2	1,3	1,2	...
Industria									
Índice de producción industrial	-3,1	0,3	1,4	1,4	-0,8	-0,9	-2,5	-4,9	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,4	-6,2	-7,9	-6,7	-6,2	-3,9	-3,5	-4,1	-4,7
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	7,5	...	-17,5	8,4	12,0	...	26,9	...	...
Compraventa de viviendas	-18,7	...	-4,1	10,4	19,4	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	9,1	8,5	5,5	6,8	8,5	13,2	13,7	13,7	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	19,1	6,2	13,1	9,5	7,8	6,2	6,4	6,2	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	7,6	5,5	6,3	4,3	-0,4	11,9	12,3	17,9	20,2
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,1	3,4	1,8	2,2	3,9	5,7	5,5	5,9	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,9	2,5	2,4	2,2	2,5	3,0	3,0	3,3	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-24,6	-18,7	-14,3	-14,3	-14,0	-15,0	-15,1
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	...	1,4	1,0	1,2	...	1,3	1,4	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,5	...	6,8	6,1	6,1	...	6,6	6,4	...
PIB	2,3	3,3	1,4	1,6	1,9	2,7	-	-	-

Precios

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
General	4,4	2,4	2,2	2,7	2,2	2,6	2,5	3,0	2,5
Subyacente	5,1	2,5	2,3	2,4	2,5	2,7	2,6	2,8	2,6

Sector exterior

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	...	-5,5	-3,7	0,8	...	2,8	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-4,0	...	-7,3	-5,6	-0,9	...	1,2	...	...
Saldo corriente	1,3	...	3,1	4,4	5,2	...	5,7	...	...
Bienes y servicios	3,3	...	4,6	5,2	5,8	...	6,2	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,0	...	-1,5	-0,8	-0,7	...	-0,5	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	11/24	12/24	01/25
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	-2,3	7,5	2,7	5,6	6,0	7,5	6,9	7,5	...
A la vista y ahorro	-18,5	-0,3	-14,8	-8,6	-6,7	-0,3	-2,1	-0,3	...
A plazo y preaviso	22,2	15,3	27,1	24,0	20,9	15,3	16,6	15,3	...
Depósitos de AA. PP.	-12,4	26,7	9,1	4,5	29,1	26,7	11,1	26,7	...
TOTAL	-2,6	7,9	2,9	5,6	6,7	7,9	7,1	7,9	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	-1,5	2,2	-0,8	-0,3	1,1	2,2	1,9	2,2	...
Empresas no financieras	-2,1	-0,3	-1,7	-1,7	-0,6	-0,3	0,0	-0,3	...
Hogares - viviendas	-1,4	3,3	-0,7	0,1	1,5	3,3	2,6	3,3	...
Hogares - otras finalidades	-0,3	4,8	1,5	2,5	4,0	4,8	4,2	4,8	...
Administraciones públicas	-5,5	0,6	5,9	-5,8	-4,1	0,6	-4,0	0,6	...
TOTAL	-1,7	2,2	-0,5	-0,5	0,9	2,2	1,7	2,2	...
Tasa de morosidad (%)²	2,7	...	2,7	2,6	2,6	...	-	-	-

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

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

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

Te recomendamos:

Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera



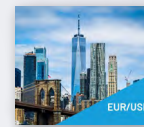
Valoración de los principales indicadores macroeconómicos de España, Portugal, la eurozona, EE. UU. y China, y de las reuniones del Banco Central Europeo y de la Reserva Federal.

Monitor de consumo



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

Flash de divisas



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

Informe Sectorial Turismo 1S 2025



El sector turístico español creció con fuerza en 2024 y cuenta con palancas para seguir expandiéndose en 2025. Los apoyos serán el crecimiento económico de los principales países emisores y la competitividad del precio del sector, que sigue en busca de una menor estacionalidad para evitar la congestión de la temporada alta y aumentar la utilización de la capacidad instalada. La buena marcha del sector turístico será clave para que la restauración prolongue su dinamismo actual.

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.



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

