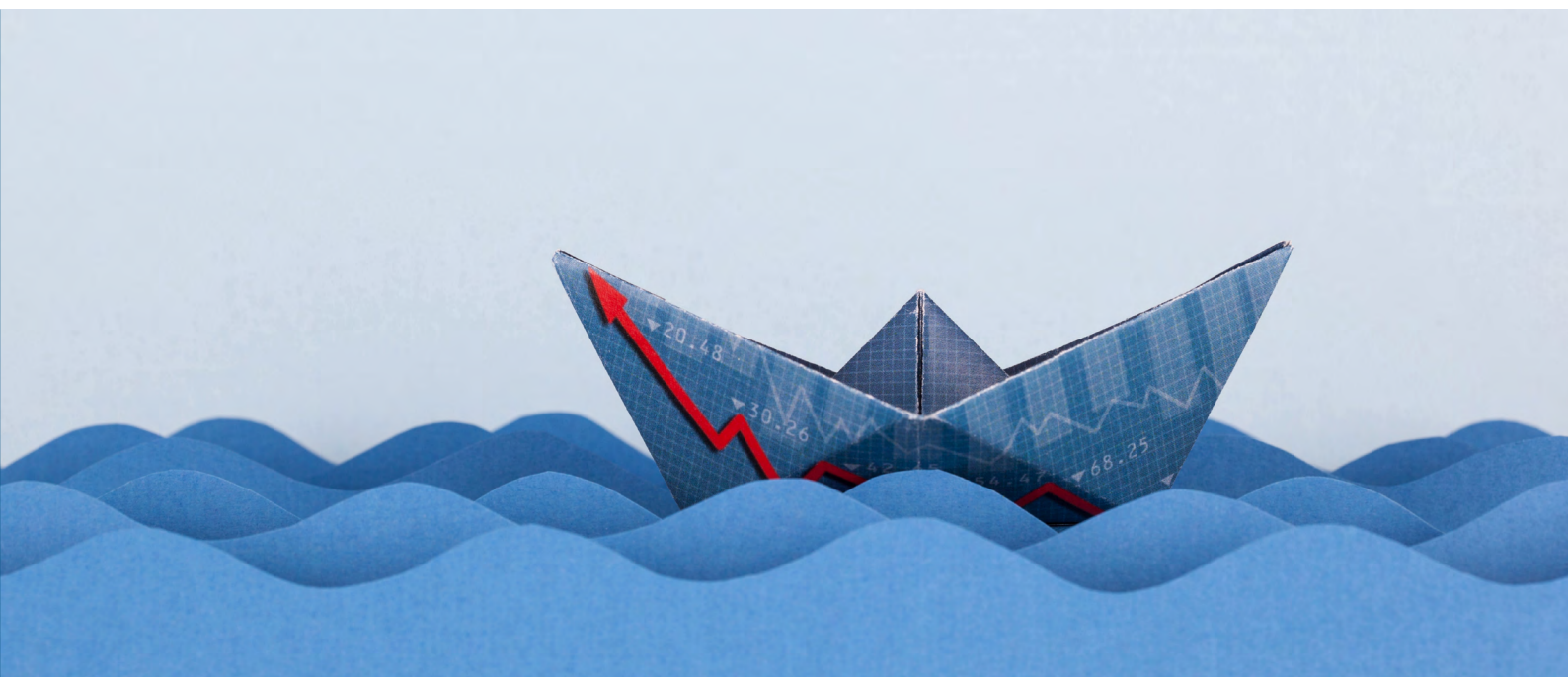


IM02

INFORME MENSUAL

NÚMERO 486 | FEBRERO 2024



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

Cambios en las expectativas de política monetaria de los mercados financieros

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Año electoral en EE. UU.

ECONOMÍA PORTUGUESA

Las empresas portuguesas mantienen el impulso exportador

ECONOMÍA ESPAÑOLA

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Tesoro 2024: la mayor participación de inversores domésticos y no residentes absorberá las mayores necesidades de financiación

El avance de la renta disponible fortalece la situación financiera de los hogares españoles

El gasto en recibos de los hogares españoles en 2023, un respiro tras un 2022 de infarto

Impacto en las cuentas públicas de la extensión parcial de las medidas antiinflación en 2024

INFORME MENSUAL**Febrero 2024**

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

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com**Enric Fernández**

Economista jefe

José Ramón Díez

Director de Economías y

Mercados Internacionales

Oriol Aspachs

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

Adrià Morron Salmeron y**Nuria Bustamante**Coordinadores del *Informe Mensual***BPI Research (UEEF)**www.bancobpi.pt/[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)[e-mercados/mercados-financeiros](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

5 de febrero de 2024

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 LAS CLAVES DEL MES****4 PREVISIONES****7 MERCADOS FINANCIEROS**

- 9 *Cambios en las expectativas de política monetaria de los mercados financieros*

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 14 *Año electoral en EE. UU.*
Ricard Murillo Gili

18 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 20 *Tesoro 2024: la mayor participación de inversores domésticos y no residentes absorberá las mayores necesidades de financiación*
Javier García-Arenas
- 22 *El avance de la renta disponible fortalece la situación financiera de los hogares españoles*
Javier García-Arenas
- 24 *El gasto en recibos de los hogares españoles en 2023, un respiro tras un 2022 de infarto*
Zoel Martín Vilató y Josep Mestres Domènech
- 26 *Impacto en las cuentas públicas de la extensión parcial de las medidas antiinflación en 2024*
Javier García-Arenas

29 ECONOMÍA PORTUGUESA

- 30 *Las empresas portuguesas mantienen el impulso exportador*
Teresa Gil Pinheiro

Un buen 2023. ¿Y 2024?

Todo apuntaba a que 2023 sería un año difícil para la economía española. Cuando empezó, CaixaBank Research pronosticaba un crecimiento del 1,0% y resaltaba los riesgos a la baja que rodeaban el escenario. El consenso de analistas era algo más pesimista y esperaba que el avance de la actividad sería inferior. Finalmente, la economía española cerró 2023 con un crecimiento del 2,5%, muy por encima de lo esperado.

Las sorpresas al alza fueron constantes a lo largo del año. La economía no solo consiguió evitar la recesión. Mantuvo un ritmo de avance notable y, lejos de perder tracción, cerró el ejercicio con una ligera aceleración. En el último trimestre, el crecimiento repuntó hasta el 0,6% intertrimestral, frente al 0,5% anotado en promedio en los cinco trimestres precedentes.

Cuando comparamos estas cifras con las de la mayoría de los países desarrollados, y especialmente los europeos, el mensaje se torna aún más positivo. En un contexto de crisis energética, inflación elevada y tipos de interés al alza, el avance de la eurozona se quedó finalmente en el 0,5% y algún país, como Alemania, anotó un ligero retroceso de la actividad. A diferencia de la economía española, la europea sí siguió de cerca el guion previsto.

¿Será capaz de mantener este ritmo de avance la economía española en 2024? La valoración de los distintos factores que impulsaron la actividad el pasado año nos debería dar algunas pistas. El crecimiento del PIB de 2023 fue impulsado prácticamente a partes iguales por el consumo de los hogares, el consumo público y el sector exterior. Concretamente, aportaron al crecimiento 1 p. p., 0,8 p. p. y 0,9 p. p., respectivamente. Para llegar al 2,5% que avanzó el conjunto de la economía, se debe tener en cuenta la caída de la inversión, que restó 0,1 p. p. al crecimiento del PIB. Además, los segundos decimales a veces no ayudan a que salgan las cuentas cuando se redondean las cifras a un solo decimal.

Respecto al sector exterior, este fue uno de los principales impulsores de la economía a principios de año. Las exportaciones de bienes y servicios llegaron a crecer cerca de un 10% en el 1T 2023. Pero se fueron desacelerando a medida que los principales socios comerciales se debilitaban y cerraron el año con un avance del 1,2% interanual. El débil contexto internacional no invita al optimismo y, especialmente, la atonía de los países europeos. En 2024 se espera que vayan de menos a más, pero en el conjunto del ejercicio probablemente mantendrán un crecimiento similar al de 2023. Así, es poco probable que las exportaciones recuperen el vigor que mostraron a principios del pasado año.

El consumo público probablemente tampoco podrá seguir creciendo con tanto dinamismo. Las nuevas reglas fiscales europeas, aunque más flexibles que las anteriores, recuerdan la importancia de sanear las cuentas públicas cuando se forma parte de una unión monetaria, y el Gobierno ya fijó como objetivo alcanzar un déficit público del 3,0% del PIB este año. Aún falta conocer el detalle de los nuevos presupuestos y tampoco se conoce el déficit con el que se cerró 2023. Pero sirva como referencia que en el 3T 2023 el déficit público del conjunto de las Administraciones (acumulado de cuatro trimestres) todavía se situaba por encima del 4%. El ajuste que se deberá llevar a cabo este año para cumplir con el objetivo será notable.

Todo ello podría quedar parcialmente compensado por un mayor dinamismo del consumo de los hogares. La robustez del mercado laboral, junto con un crecimiento notable de los salarios, permitió que la renta de los hogares creciera por encima del 10% en el 3T 2023 y que la tasa de ahorro repuntara. Así, la situación financiera del conjunto de los hogares, menos tensionada de lo esperado, junto con una inflación y unos tipos de interés que probablemente se reducirán algo más rápidamente de lo previsto, deberían permitir que el consumo siga creciendo de forma dinámica este año. Además, es razonable pensar que la inversión dejará de caer con las bajadas que se prevén de tipos de interés y los avances en el despliegue de los fondos NGEU.

CaixaBank Research prevé un crecimiento del 1,4% para 2024, pero este año lo empezamos señalando los riesgos al alza. Los buenos datos de crecimiento del 4T 2023 y la mejora en las perspectivas de consumo de los hogares nos llevarán a revisar el crecimiento y situarlo cerca del 2,0%. Sin embargo, para superar los buenos registros de 2023, la mejora de la inversión debería ser sustancial. Ello sería una gran noticia, no solo para el buen desempeño de la economía a corto plazo. La ampliación y modernización del stock de capital es clave para que mejore la productividad y el crecimiento sea sostenible a medio y largo plazo.

Oriol Aspachs
Febrero de 2024

Cronología

ENERO 2024

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

NOVIEMBRE 2023

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

SEPTIEMBRE 2023

- 14** El BCE sube tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 4,00% y el *refi* en el 4,50%.

DICIEMBRE 2023

- 13** La COP28 (conferencia de las Naciones Unidas sobre el cambio climático) termina con el compromiso de transitar para dejar atrás los combustibles fósiles.
- 20** El Consejo Europeo aprueba la reforma de las reglas fiscales de la UE.

OCTUBRE 2023

- 7** Estalla un nuevo conflicto bélico entre Hamás e Israel.
- 20** Grecia recupera el grado de inversión después de que S&P eleve su *rating* soberano a BBB-.

AGOSTO 2023

- 14** Las Naciones Unidas señalan el mes de julio de 2023 como el más caluroso desde que se tienen registros (174 años).

Agenda

FEBRERO 2024

- 1** Portugal: producción industrial (diciembre).
Eurozona: avance del IPC (enero).
- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (enero).
- 7** Portugal: empleo y desempleo (4T).
- 9** Portugal: cifra de negocios del sector servicios (diciembre).
- 12** Portugal: costes laborales (4T).
- 15** Japón: PIB (4T).
- 19** España: comercio exterior (diciembre).
- 23** España: créditos, depósitos y morosidad (diciembre).
- 28** Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).
- 29** España: avance del IPC (febrero).
España: balanza de pagos (diciembre).
Portugal: desglose del PIB (4T).

MARZO 2024

- 1** Portugal: *rating* S&P.
Eurozona: avance del IPC (febrero).
- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero).
- 7** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 11** Portugal: comercio internacional (enero).
- 15** España: encuesta trimestral de coste laboral (4T).
España: *ratings* Moody's y S&P.
- 19-20** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 21-22** Consejo Europeo.
- 22** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (4T).
Portugal: *rating* Fitch.
- 25** Portugal: agregados de las AA. PP. (2023).
Portugal: desglose del PIB (4T).
- 26** España: avance del PIB (4T).
- 27** España: avance del IPC (marzo).
Eurozona: índice de sentimiento económico (marzo).
- 28** Portugal: cartera de créditos y depósitos (febrero).

Sorpresas, resiliencia y bancos centrales

La publicación de los datos de actividad del 4T ha confirmado que la economía mundial cerró el pasado año con una combinación de crecimiento e inflación mucho mejor de la anticipada a principios del ejercicio. En países como EE. UU. o España, las tasas de crecimiento medio en 2023 se situaron en el 2,5%, cuando hace 12 meses la previsión del consenso de analistas se situaba en la banda del 0,5%-1%, momento en el que se asignaba una probabilidad elevada a un evento recesivo en EE. UU., apoyada en señales como la inversión de la pendiente de la curva de tipos de interés. Igualmente, en el frente de la inflación, la tendencia durante los últimos meses ha sido mucho más benigna que la mayoría de las proyecciones, gracias al desvanecimiento del *shock* energético y la paulatina desaparición de sus efectos indirectos, a la espera de que los datos de evolución salarial confirmen que los efectos de segunda ronda siguen bajo control.

Por tanto, en un entorno caracterizado desde 2020 por la acumulación de perturbaciones negativas, la sorpresa positiva de 2023 volvió a ser la resiliencia del ciclo de negocios mundial, entendida como «la capacidad de adaptación de un ser vivo frente a un agente perturbador o un estado o situación adversos» (primera acepción de la RAE). Como el propio presidente de la Fed reconocía recientemente, es muy inusual desde un punto de vista histórico que el endurecimiento monetario aplicado en los dos últimos años no haya provocado efectos mucho más intensos en la actividad y, sobre todo, en el empleo. En este contexto, se entiende que los bancos centrales no hayan intentado contrarrestar (o, al menos, no contundentemente) en sus últimas reuniones el importante movimiento de relajación de las condiciones financieras de las últimas semanas, que implica anticipar por parte de los inversores un proceso de desinflación inmaculado. Los últimos datos de inflación hablan por sí mismos y reflejan tanto las mejoras en el lado de la oferta (más allá de perturbaciones de corto alcance provocadas por el riesgo geopolítico) como la rapidez con la que esta vez se ha transmitido el endurecimiento monetario a la demanda, a través del canal crediticio.

La pregunta es qué puede alterar la hoja de ruta que anticipan los mercados financieros para los bancos centrales. Y más allá de la siempre compleja calibración de los riesgos geopolíticos (con el inescrutable factor Trump sobrevolando el escenario de medio plazo), del territorio inexplorado que supone la última milla en el combate contra la inflación y de los efectos de las divergencias cíclicas sectoriales y regionales (deberían reducirse en este primer semestre),

el riesgo en plazas financieras como la americana es de morir de éxito y pasar de un escenario de *soft landing* a otro de *no landing*. No es nuestro escenario central, pero la realidad es que el crecimiento reciente del PIB (4% anualizado en el segundo semestre de 2023) o del empleo (casi 3 millones de puestos de trabajo en los últimos 12 meses) se sitúan claramente por encima de los potenciales, por muy optimistas que seamos con los efectos de la inteligencia artificial sobre la productividad. De momento, el goteo de datos positivos en actividad en EE. UU. solo se ha traducido en un retraso en el instante en el que los mercados anticipan la primera bajada de tipos por parte de la Fed, desde la reunión de marzo a la de mayo o junio, en un descenso de las estimaciones de bajadas acumuladas en 2024 (de 150 a 100 p. b.) y en una corrección en las rentabilidades de la deuda de alrededor de 20 p. b. desde principios de año, tras el *rally* de noviembre y diciembre. Movimiento que también se ha producido en Europa, en este caso, más por las reticencias del núcleo duro del Consejo del BCE a dar su brazo a torcer tan pronto, que por unos datos de actividad que no terminan de mejorar.

En definitiva, una vez que el escenario de bajadas de tipos ya está incorporado en el radar de los mercados, a partir de ahora las dudas se centran en cómo será el trayecto de normalización monetaria y cuál será el nivel de llegada. Las opciones son empezar pronto y que el ritmo lo marquen los datos o, por el contrario, esperar a tener señales definitivas de que la inflación ha llegado al objetivo y en ese momento prefijar una senda en los movimientos. En el primer caso, se asume el riesgo de alguna sorpresa negativa en el comportamiento de la inflación, sobre todo, por el lado de la oferta, que pueda complicar la última milla. Mientras que, en el segundo caso, se minimizan los riesgos de efectos de segunda ronda y de un entorno geopolítico desafiante (Oriente Medio, elecciones en EE. UU., etc.), pero a cambio se asume el riesgo de pasarse de frenada.

Por tanto, la clave para este año es si la resiliencia de la economía mundial también cumplirá con la segunda acepción de la RAE: «capacidad de un material, mecanismo o sistema para recuperar su estado inicial cuando ha cesado la perturbación a la que había estado sometido». Esa normalización dependerá de la capacidad de la política económica (monetaria y fiscal) para ajustar la demanda a una oferta que sigue digiriendo los efectos de la incertidumbre geopolítica, de los cambios en el mercado de trabajo o la búsqueda generalizada de la autonomía estratégica.

José Ramón Díez

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,25	2,50
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	3,85	2,40
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,15	2,80
Deuda pública 2 años	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	2,80	2,50
Deuda pública 10 años	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,10	3,00
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,50	2,50
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	4,00	3,00
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	3,45	2,55
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	3,19	2,48
Euríbor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,94	2,40
Euríbor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	3,00	2,43
Euríbor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	3,06	2,45
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,50	2,25
Deuda pública 10 años	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,60	2,50
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,82	2,67
Deuda pública 5 años	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,99	2,83
Deuda pública 10 años	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	3,60	3,30
Prima de riesgo	11	158	73	105	98	100	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	3,04	2,93
Deuda pública 5 años	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	3,14	3,03
Deuda pública 10 años	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	3,45	3,30
Prima de riesgo	19	297	65	97	63,00	85,00	80
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,83	0,87
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	158,00	146,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	79,0	73,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	70,5	63,5

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,5	2,9	6,3	3,5	2,8	2,9	3,1
Países desarrollados	2,7	1,0	5,6	2,6	1,4	1,1	1,7
Estados Unidos	2,7	1,5	5,8	1,9	2,5	0,8	1,7
Eurozona	2,2	0,3	5,6	3,4	0,5	0,7	1,6
Alemania	1,6	0,8	3,1	1,9	-0,3	0,3	1,4
Francia	2,2	0,3	6,4	2,5	0,9	0,7	1,4
Italia	1,5	-1,0	7,0	3,8	0,7	0,6	1,7
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,8	2,4
España	3,7	-0,3	6,4	5,8	2,5	1,4	2,0
Japón	1,4	0,1	2,3	1,1	1,3	1,1	1,1
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	2,5	0,6	0,5	0,0
Países emergentes y en desarrollo	6,5	4,4	6,9	4,1	3,9	4,2	4,1
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,4
India	7,2	5,7	9,0	7,3	6,0	6,7	5,5
Brasil	3,6	1,2	5,0	2,9	3,0	1,8	1,8
México	2,3	0,7	5,7	4,0	3,2	2,1	2,1
Rusia	-	1,0	5,6	-2,1	2,7	1,5	1,3
Turquía	5,5	4,3	11,4	5,5	4,3	2,6	3,5
Polonia	4,2	3,2	6,9	5,5	0,3	2,6	3,2
INFLACIÓN							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,9	5,2	4,0
Países desarrollados	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,6	1,9
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,4	1,7
Eurozona	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	3,1	2,1
Alemania	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	3,3	2,2
Francia	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,9	2,0
Italia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	2,9	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
España	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,6	2,2
Japón	-0,3	0,4	-0,2	2,5	3,3	1,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,4	3,6	2,3
Países emergentes y en desarrollo	6,7	5,5	5,9	9,8	8,5	7,1	5,4
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,3	2,0	1,6
India	4,5	7,3	5,1	6,7	5,7	5,0	4,5
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,6	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,6	4,5	3,9
Rusia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	5,4	4,5
Turquía	22,6	9,8	19,6	72,3	53,4	52,6	29,0
Polonia	3,2	2,0	5,2	13,2	10,9	4,2	3,1

Previsiones

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

Economía española

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

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

Previsiones

Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	1,7	-0,1	4,7	5,6	0,9	0,7	1,8
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,2	1,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,8	8,1	3,0	1,3	5,0	6,4
Bienes de equipo	3,2	2,0	15,3	5,5	-	-	-
Construcción	-1,5	-2,3	7,4	1,3	-	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	4,7	0,7	1,6	2,5
Exportación de bienes y servicios	5,3	2,2	12,3	17,4	5,5	2,7	4,5
Importación de bienes y servicios	3,6	1,5	12,3	11,1	1,6	2,5	4,8
Producto interior bruto	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,8	2,4
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,6	2,2	2,2	1,1	0,4	0,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,0	6,7	6,2	6,6	6,5	6,3
Índice de precios de consumo	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,4	1,2	1,2	1,6
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,4	2,3	2,6	3,0
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	0,7	0,4	0,6

Previsiones

Inicio de año en positivo de los mercados financieros

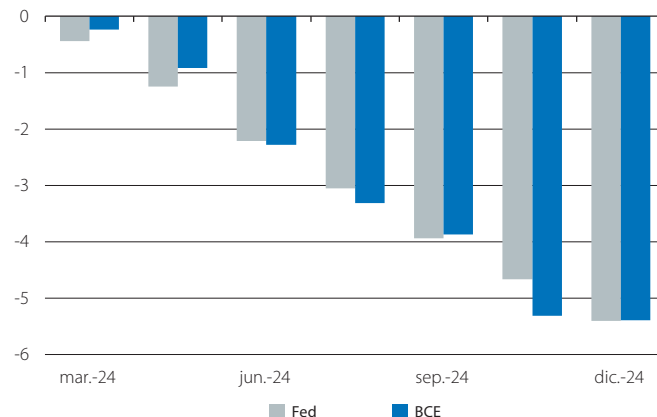
Las expectativas de recortes de tipos de interés dirigen el sentimiento de los mercados. Los mercados iniciaron el 2024 con apetito por el riesgo, apoyados en la retórica del aterrizaje suave en las principales economías avanzadas y en una valoración positiva de los datos macroeconómicos. Así, con la visión de que los bancos centrales han conseguido reducir la inflación sin un deterioro fuerte de la actividad económica y el empleo por ahora, los inversores se enfocan en el próximo paso: los recortes de tipos de interés para volver a una política monetaria neutra. Los mercados mantuvieron una lectura *dovish* de los bancos centrales, y con ello esperan los primeros recortes en primavera, descontando en el conjunto de 2024 un total de cinco bajadas (de 25 p. b. cada una) tanto en la eurozona como en EE. UU. Dichas expectativas impulsaron un tono positivo en la renta variable, que además se vio reforzada por la publicación de beneficios empresariales que, en general, fue mejor de lo esperado por el consenso de analistas.

Fed y BCE ven probables futuras bajadas de tipos, pero se mantienen cautos. No hubo sorpresas tras las reuniones de enero, cuando nuevamente los bancos centrales de las principales economías avanzadas mantuvieron los tipos de interés en los niveles actuales (el BCE mantuvo el tipo *depo* al 4,00% y el *refi* al 4,50%, y la Reserva Federal dejó su tipo de referencia en el rango del 5,25%-5,50%). La novedad fue que, en las comunicaciones posteriores, el tono pareció relajarse un poco y los oficiales reconocieron que ha habido un buen progreso en la lucha contra la inflación (pese a recalcar que la batalla no está ganada aún y todavía queda camino por recorrer). De hecho, los recientes datos de inflación y la solidez del mercado laboral dan pie a que el BCE y la Fed actúen de manera prudente y no se vean apresurados a recortar tipos demasiado temprano. Así, Christine Lagarde enfatizó que todavía es pronto para discutir sobre recortes y evitó hablar de un calendario para el BCE. Por su parte, Jerome Powell fue explícito al alejar la primera bajada de la Fed más allá de marzo, y las expectativas de mercados se desplazaron hacia mayo (antes de la reunión del FOMC, los mercados asignaban una probabilidad cercana al 50% a un primer recorte ya en marzo). Otros bancos centrales siguieron una retórica similar, con el Banco de Inglaterra, el Banco de Canadá y el Norges Bank de Noruega manteniendo tipos y señalando que se dirigen cautelosamente hacia recortes. Por su parte, el Banco de Japón también mantuvo tipos y no hizo ningún cambio en su política monetaria, aunque dejó una ventana abierta a una posible relajación del control de la curva de tipos al señalar una mayor confianza sobre la posibilidad de alcanzar su objetivo de inflación.

Las rentabilidades soberanas experimentan movimientos de ida y vuelta. La relajación cauta en el tono de los bancos centrales dio pie, como mencionamos anteriormente, a que los mercados ya vean cerca las primeras bajadas de tipos. Sin embargo, la búsqueda de precisión sobre el mes exacto en el que empezarán estos recortes provocó volatilidad en los tipos

Cantidad de recortes de tipos de interés descontados por el mercado

(Número)

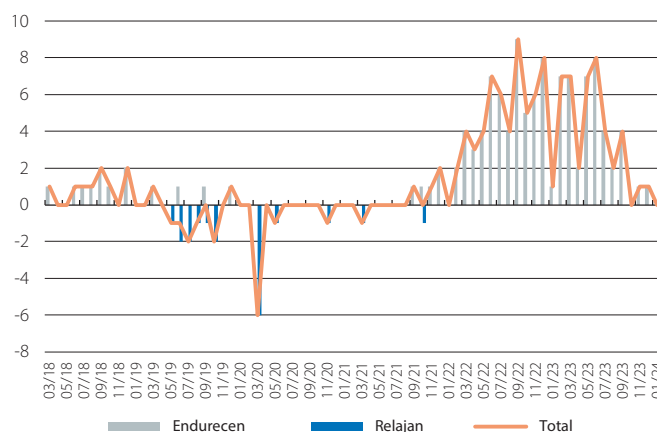


Nota: Cantidades de recortes (de 25 p. b. cada uno) implicadas por forwards sobre el EFR y el tipo OIS de la eurozona.

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

Bancos centrales de economías avanzadas que ajustan tipos

(Número)

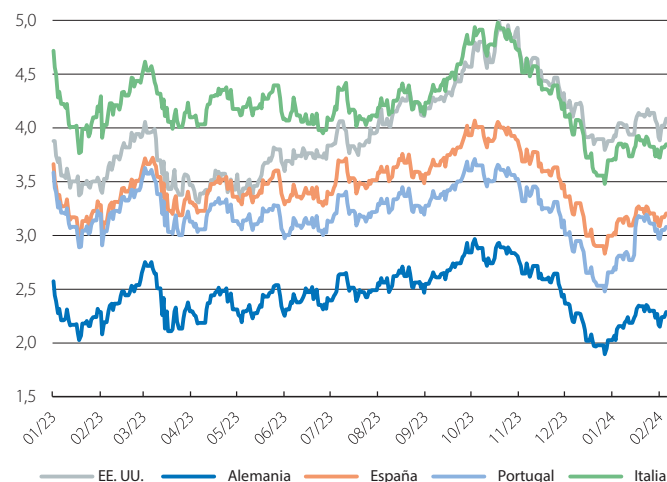


Nota: Muestra de 11 economías avanzadas.

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

Rentabilidad de la deuda soberana a 10 años

(%)



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

de interés de la deuda soberana y las probabilidades de bajadas implícitas en los mercados financieros. Mientras, en la primera mitad de enero, los tipos soberanos llegaron a registrar subidas de hasta 30 p. b. en el caso del *bund* alemán a 10 años y 20 p. b. el americano a 10 años, la tendencia se revirtió significativamente tras las reuniones del BCE y la Fed, con caídas posteriores especialmente notables en los tramos más cortos de las curvas. Sin embargo, la publicación de unos sólidos datos de empleo en EE. UU. trajeron un nuevo cambio de rumbo en la última semana de enero, con repuntes en las rentabilidades de los bonos soberanos y volatilidad en los recortes de tipos esperados para los bancos centrales.

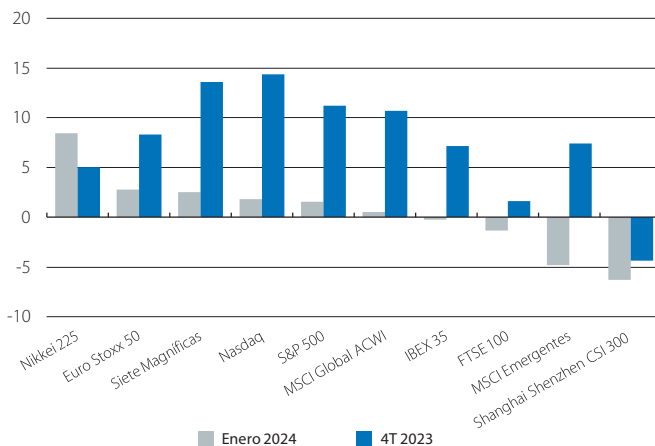
Las bolsas internacionales encadenan un mes más de ganancias. A nivel general, las bolsas sumaron un nuevo mes de ganancias, extendiendo así el *rally* del trimestre pasado, con un sentimiento inversor respaldado en la publicación de datos económicos positivos y sorpresas generalmente favorables al inicio de la temporada de publicación de beneficios empresariales del 4T 2023. Destacó especialmente al alza la bolsa japonesa, que se apuntó cerca de un 8% de avance para arrancar el año, beneficiada por la perspectiva de que el Banco de Japón todavía tarde unos meses en abandonar los tipos negativos. En la eurozona, los resultados fueron mixtos por geografía, pero el balance general fue positivo y los principales parques bursátiles avanzaron cerca de un 1% (el IBEX 35 español y el PSI-20 portugués fueron la excepción y cerraron ligeramente en negativo). En EE. UU., nuevamente las grandes compañías tecnológicas lideraron las ganancias e impulsaron al S&P 500 a tocar máximos históricos por cinco sesiones consecutivas y a cerrar el mes con nuevos avances. La excepción del tono positivo fue China, donde la bolsa de Shanghai registró pérdidas de más del 5% ante las persistentes dificultades del mercado inmobiliario, y un sentimiento negativo acentuado tras la orden de una corte en Hong Kong de disolver al gigante inmobiliario Evergrande.

El dólar se da la vuelta. El dólar fue otro activo que capitalizó la narrativa y los cambios de expectativas de tipos y, ante sólidos datos de actividad en EE. UU. y la posibilidad de que estos puedan retrasar algo las primeras bajadas de la Fed, se apreció contra sus principales contrapartes (excepto el yen) hasta un 2%, tras una marcada debilidad a finales del año pasado. El cruce con el euro se mantuvo en el rango entre 1,08 y 1,09 dólares tras haber alcanzado 1,10 dólares en diciembre.

La resiliencia económica estabiliza los precios energéticos. Tras tres meses consecutivos de pérdidas en los precios del petróleo, en enero el precio del barril de Brent se mantuvo relativamente estable en torno a los 80 dólares/barril, respaldado por unos datos de actividad favorables en las principales economías del mundo, que ayudaron a sostener las expectativas sobre la demanda de crudo, y por la propia incertidumbre que generan en el mercado las tensiones en Oriente Próximo. Por su parte, el precio del gas europeo (TTF) continuó fluctuando ligeramente por debajo de los 30 euros/MWh, una cota algo inferior a la registrada en el promedio del 4T 2023 pero todavía significativamente superior a los valores prepandemia.

Desempeño de los principales índices bursátiles

(%)

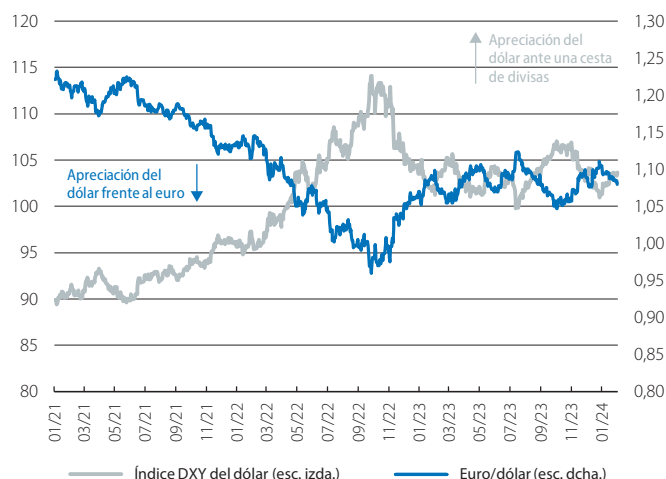


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: valoración del dólar

(Dólar)

(Euro/dólar)

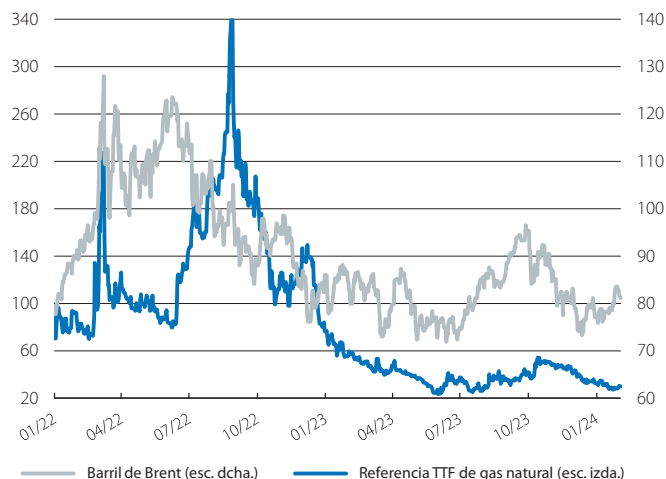


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Gas y petróleo: evolución del precio de la energía

(€/MWh)

(\$/barril)



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

Cambios en las expectativas de política monetaria de los mercados financieros

Tras casi dos años incrementando los tipos de interés, en 2023 los principales bancos centrales alcanzaron la cima y reajustaron su estrategia: en vez de subir más los tipos oficiales, el endurecimiento monetario se iba a vehicular sosteniendo esa cima por un buen tiempo. Sin embargo, ya en otoño los mercados financieros se cuestionaban esta narrativa. ¿Por qué?

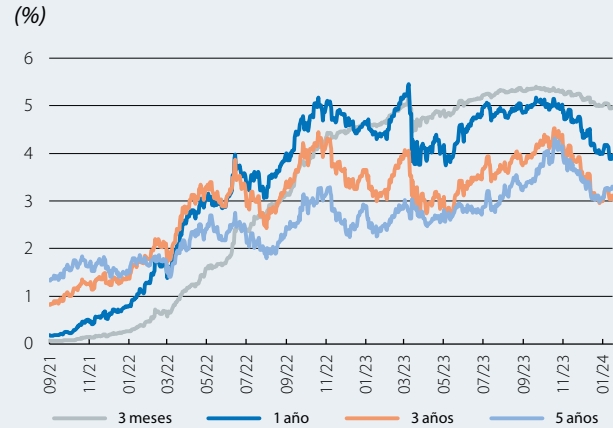
Narrativas de mercado pasadas...

Los dos primeros gráficos muestran la evolución diaria de las expectativas que los mercados financieros barajan para la evolución futura de los tipos de interés de la Fed y el BCE (es decir, los tipos implícitos).¹ Situándonos a finales de 2021, vemos cómo el endurecimiento monetario de los dos últimos años tomó por sorpresa a los inversores: en EE. UU. veían los tipos de la Fed en el 1,25%-1,50% a 3 años vista (frente al 5,25%-5,50% actual), mientras que en Europa apostaban por un -0,20% (frente al 4,00% observado). A medida que la Fed y el BCE subían tipos, los mercados incrementaron sus expectativas, hasta el punto de que el endurecimiento cíclico de la política monetaria se trasladó a un cambio de visión estructural sobre los tipos de interés, con los inversores abandonando la narrativa de «tipos sostenidamente bajos por razones estructurales» (como la productividad y la demografía). Tanto es así que el pasado septiembre los mercados preveían unos tipos a largo plazo de la Fed en el 3,75%-4,00% (+250 p. b. vs. expectativas prepandemia) y del BCE en el 3,25% (+275 p. b.).

Esta narrativa de los mercados se volvió a dar la vuelta en poco tiempo. Analizando día a día las fluctuaciones en sus expectativas de política monetaria, podemos identificar los eventos y datos económicos clave que acompañaron el cambio hacia una nueva narrativa de recortes de tipos rápidos y sostenidos para 2024. El primer gran movimiento se produjo el pasado 1 de noviembre en EE. UU., con una caída de más de 15 p. b. en los implícitos a 1 año de la Fed después de la reunión del propio banco central (en la que no anunció cambios) y tenues cifras de actividad manufacturera (indicador ISM). El ajuste ganó impulso dos días más tarde, con un nuevo descenso de los implícitos de casi 20 p. b. tras un enfriamiento en las cifras de empleo y el ISM de servicios. Sin datos demasiado relevantes en Europa, los implícitos del BCE se vieron parcialmente arrastrados por EE. UU. hasta el 14 de noviembre, fecha clave en el cambio de narrativa y en la

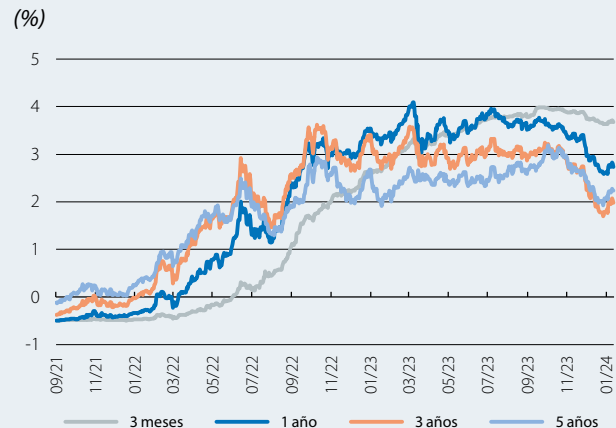
1. Estas expectativas no son observables, sino que las inferimos con los *forwards* (o implícitos) estimados según Svensson, L. E. (1994). «Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994». NBER Working Paper.

EE. UU.: expectativas de mercado sobre el tipo oficial de la Fed a distintos horizontes



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

Eurozona: expectativas de mercado del tipo oficial del BCE a distintos horizontes



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

que los implícitos de la Fed y del BCE cayeron casi 25 p. b. y más de 10 p. b., respectivamente, tras la publicación de un atónico PIB en la eurozona (-0,1% intertrimestral en el 3T) y, sobre todo, con unos datos de inflación (IPC) estadounidense más bajos de lo esperado. Entre finales de noviembre y principios de diciembre, se completó el reajuste del mercado, coincidiendo con flojos datos de sentimiento y actividad (confianza del consumidor, ISM y PMI), la desaceleración de la inflación europea hasta el 2,4% en noviembre y el testimonio de Christine Lagarde ante el Parlamento Europeo (en el que se destacaron señales de enfriamiento en el mercado laboral). Llegados a ese punto, los implícitos apenas reaccionaron a las cifras de inflación estadounidense de noviembre y corrigieron un poco al alza tras la publicación de datos que reflejaban una aceleración del mercado laboral de EE. UU. en noviembre.

... y narrativas presentes

Tras un desplome final de los implícitos en las reuniones de diciembre de la Fed (-32 p. b. en el día) y el BCE (-9 p. b.), las expectativas de los inversores se han estabilizado alrededor de un escenario en el que los mercados ven a la Fed y al BCE recortando tipos en primavera y bajándolos en casi 150 p. b. en el conjunto de 2024. Más allá de la casuística de cada sesión de mercado y dato económico, los movimientos diarios destacados dibujan un reajuste de expectativas liderado por EE. UU. y seguido por Europa, dominado por una lectura acomodaticia (*dovish*) de las reuniones de la Fed y del BCE, y especialmente desencadenado por buenos datos de inflación, pero también por un enfriamiento de la actividad económica (véase el tercer gráfico). Estos ingredientes han dejado unos implícitos a 1 año vista entre 80 p. b. y 100 p. b. inferiores a los de septiembre de 2023 y, lo que también es destacable, han arrastrado significativamente a la baja los implícitos de largo plazo (alrededor de 70 p. b.) a pesar de la naturaleza cíclica del movimiento.²

El reajuste de expectativas de los mercados financieros ha sido abrupto³ y, una vez consolidado, relativamente poco sensible a nuevos datos de actividad o inflación. La evolución de la inflación y sus perspectivas, por su parte, es algo más gradual. Más allá de los efectos base que, especialmente en la comparativa interanual de los precios energéticos, contribuyeron a una rápida desinflación, indicadores más a tiempo real, como el *momentum*,⁴ ya permiten divisar el objetivo de inflación del 2%, pero también subrayan que queda camino por recorrer. Por ejemplo, en la eurozona el porcentaje de precios de la cesta con un *momentum* superior al 2,5% cayó del 65% en verano al 38% en diciembre, un descenso notable pero todavía lejos del 15% habitual antes de la pandemia. En EE. UU., este porcentaje se ha normalizado a niveles prepandemia, pero con una diferencia no menor: la vivienda, una partida entre las más de 80 del análisis, representa más del 30% de la cesta general, exhibe un *momentum* superior al 5% y está tardando más de lo esperado en enfriarse.⁵

Al lado de esta nueva narrativa de mercados, los bancos centrales también apuntan a recortes de tipos en 2024, pero con mayor cautela. Quizás porque, como los mercados, reconocen los buenos datos de inflación, pero antes

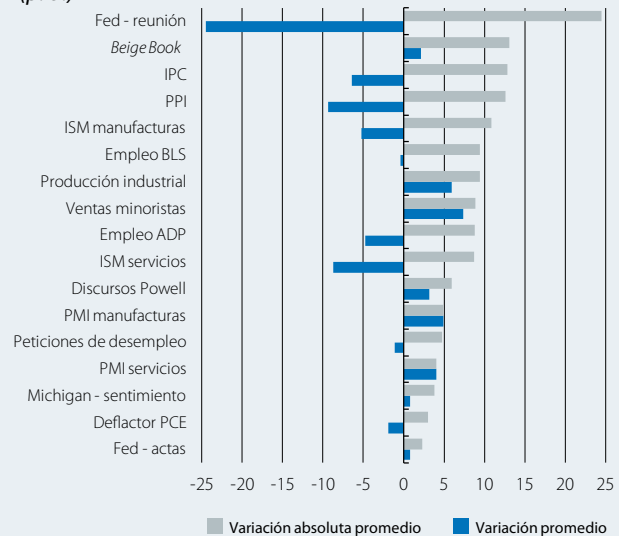
2. Formalmente, los tipos de la Fed y del BCE a largo plazo deberían reflejar factores estructurales y estar poco influenciados por fluctuaciones cortoplacistas de los datos económicos. Sin embargo, la volatilidad observada en los implícitos sugiere que las expectativas de mercado no cumplen esta premisa.

3. En EE. UU., cuatro sesiones por sí solas sumaron (en acumulado) un descenso bruto de expectativas de 90 p. b.

4. El *momentum* corresponde a la variación intertrimestral anualizada del IPC desestacionalizado, y captura las tendencias recientes mejor que las variaciones interanuales (más afectadas por efectos base). En diciembre, fue del 1,2% en la eurozona y del 2,8% en EE. UU.

5. Véase el Focus «La importancia de los alquileres en la inflación de EE. UU.» en el IM09/2023.

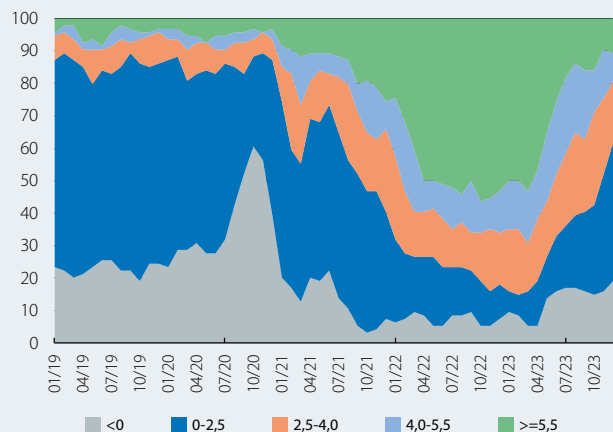
Cambio en los implícitos de la Fed según el indicador publicado (p. b.)



Notas: El periodo analizado va del 30/09/2023 al 19/01/2024. Implícitos sobre el tipo de interés fed funds a un horizonte futuro de un año.

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

Eurozona: composición del IPCA general según el momentum de los componentes (% de componentes de la cesta)



Notas: El momentum se define como la variación intertrimestral anualizada del IPCA (con datos desestacionalizados). La composición se basa en un desglose del IPCA en 94 componentes.

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

de mover ficha quieren tener un elevado grado de confianza en la pronta vuelta de la inflación al objetivo, especialmente ante la solidez que mantiene el mercado laboral y la necesidad de reforzar la credibilidad tras dos años de crisis inflacionista. Las cifras de inflación de los próximos meses, en un amplio universo de indicadores, serán clave para dictaminar si se impone la visión de los mercados o la mayor cautela de los bancos centrales.

Tipos de interés (%)

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	150,0
Euríbor 3 meses	3,91	3,91	0	-0,4	134,0
Euríbor 12 meses	3,57	3,51	6	5,9	17,1
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,15	3,26	-11	-11,0	49,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,43	2,40	2	2,4	-19,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,17	2,02	14	14,2	-13,0
Deuda pública a 10 años (España)	3,09	2,99	10	9,7	-13,8
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,97	2,66	31	31,3	-16,7
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,50	5,50	0	0,0	75,0
SOFR 3 meses	5,32	5,33	-2	-1,6	60,8
Deuda pública a 1 año	4,71	4,76	-6	-5,5	-13,7
Deuda pública a 2 años	4,21	4,25	-4	-4,3	-26,6
Deuda pública a 10 años	3,91	3,88	3	3,3	27,3

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	60	59	1	1,3	-14,8
Itraxx Financiero Sénior	70	67	3	3,4	-14,0
Itraxx Financiero Subordinado	131	123	8	8,4	-16,7

Tipos de cambio

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,082	1,104	-2,0	-2,0	0,9
EUR/JPY (yenes por euro)	158,950	155,720	2,1	2,1	11,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,853	0,867	-1,7	-1,7	-4,5
USD/JPY (yenes por dólar)	146,920	141,040	4,2	4,2	10,7

Materias primas

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	521,5	510,3	2,2	2,2	-5,4
Brent (\$/barril)	81,7	77,0	6,1	6,1	0,9
Oro (\$/onza)	2.039,5	2.063,0	-1,1	-1,1	9,2

Renta variable

	31-enero	31-diciembre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	4.845,7	4.769,8	1,6	1,6	17,9
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.648,4	4.521,4	2,8	2,8	10,5
Ibex 35 (España)	10.077,7	10.102,1	-0,2	-0,2	10,0
PSI 20 (Portugal)	6.322,8	6.396,5	-1,2	-1,2	7,0
Nikkei 225 (Japón)	36.286,7	33.464,2	8,4	8,4	31,0
MSCI emergentes	975,8	1.023,7	-4,7	-4,7	-3,8

Economía internacional: de menos a más

Del miedo a la estanflación al deseo de un aterrizaje suave. En un entorno de incertidumbre geopolítica, tipos de interés elevados y enfriamiento de la demanda mundial, las principales economías avanzadas terminaron el año 2023 con mayor resiliencia de lo esperado hace unos trimestres, gracias al apoyo de unos mercados laborales sólidos y al empuje de algunos factores de oferta (con efectos retardados del desvanecimiento de los cuellos de botella globales y la normalización pospandémica definitiva en los sectores rezagados). Sumado a un rápido descenso de la inflación en los últimos meses, todo ello se ha traducido en un cambio de narrativa para las economías avanzadas, dejando atrás los temores estanflacionistas de 2023 y abrazando la esperanza de un aterrizaje suave en 2024, con el objetivo de doblar definitivamente la inflación sin un deterioro adicional de la actividad económica (o incluso dándole algo de aire, de la mano de cierta recuperación en el poder adquisitivo y la distensión de las condiciones financieras que deberían traer los primeros recortes de tipos por parte de los bancos centrales). Este cambio de narrativa quedó bien reflejado en las últimas perspectivas para la economía mundial presentadas por el FMI en enero, con la previsión de un 2024 «de menos a más» en la eurozona y una desaceleración suave de EE. UU., mientras que la economía china sigue lastrada por las ramificaciones de su crisis inmobiliaria y el consiguiente freno sobre consumo e inversión.

El mapa de riesgos no afloja. Ante la esperanza de un aterrizaje suave, hay toda una constelación de riesgos, que rodea el escenario económico, rica pero dominada por el factor geopolítico. Y así lo recordó el inicio de año. Entre todos los conflictos activos y latentes, en enero las tensiones en el Mar Rojo desembocaron en un aumento significativo de los costes de transporte marítimo (especialmente entre Europa y Asia), a la vez que distintos indicadores avanzados reflejaban retrasos en las entregas de mercancías. Estas señales levantaron la sombra de nuevos cuellos de botella, si bien por el momento parece que la situación, en su estado actual, tendría un impacto macroeconómico muy limitado sobre la inflación y la actividad (por ejemplo, algunas estimaciones hablan de apenas +0,1 p. p. o +0,2 p. p. en la inflación núcleo de las economías europeas).

Enfriamiento dispar de la actividad económica al cierre de 2023... Las cifras de PIB publicadas en enero muestran dinámicas dispares entre las principales economías internacionales a finales de 2023. Por un lado, la eurozona se mantuvo en la atonía de los últimos trimestres, con un PIB estanco en el 4T (0,0% intertrimestral, tras un -0,1% en el 3T y un +0,1% en el 2T) al que le pesó la debilidad de Alemania (-0,3%) y el mismo estancamiento de Francia (0,0%), mientras que Italia (+0,2%) y especialmente España (+0,6%) exhibieron un mejor tono. En cambio, el PIB de EE. UU. avanzó un sólido 0,8% intertrimestral, por encima tanto de lo que sugerían los indicadores como de lo que preveía el consenso de analistas, y con un empuje notable del consumo. Así, EE. UU. consiguió anotar un crecimiento del 2,5% en el conjunto de 2023, una cifra remarcable no solo frente al 1,9% de 2022 sino, especialmente, respecto al 0,4% que hace un año auguraba el consenso de analistas. Por último, la actividad de China se desaceleró hasta el +1,0% intertrimestral en el 4T (1,5% en el 3T), pero consiguió cumplir con el objetivo de las autoridades al anotarse un 5,2% en el conjunto del año.

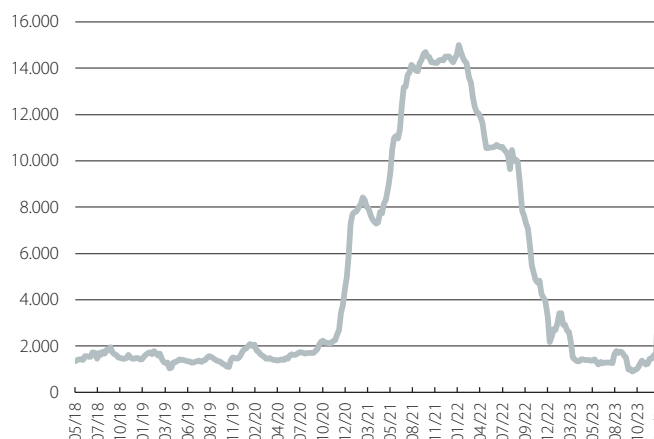
FMI: previsiones de PIB Variación anual (%)

	Estimación	Previsión		Variación respecto al WEO oct. 2023	
	2023	2024	2025	2024	2025
Economía mundial	3,1	3,1	3,2	0,2	0,0
Economías avanzadas	1,6	1,5	1,8	0,1	0,0
EE. UU.	2,5	2,1	1,7	0,6	-0,1
Eurozona	0,5	0,9	1,7	-0,3	-0,1
Alemania	-0,3	0,5	1,6	-0,4	-0,4
Francia	0,8	1,0	1,7	-0,3	-0,1
Italia	0,7	0,7	1,1	0,0	0,1
España	2,4	1,5	2,1	-0,2	0,0
Economías emergentes y en desarrollo	4,1	4,1	4,2	0,1	0,1
China	5,2	4,6	4,1	0,4	0,0
India	6,7	6,5	6,5	0,2	0,2
Rusia	3,0	2,6	1,1	1,5	0,1
Brasil	3,1	1,7	1,9	0,2	0,0
Sudáfrica	0,6	1	1,3	-0,8	-0,3

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO, actualización de enero de 2024).

Coste del transporte marítimo de mercancías entre China y Europa

(Dólares por contenedor FEU)

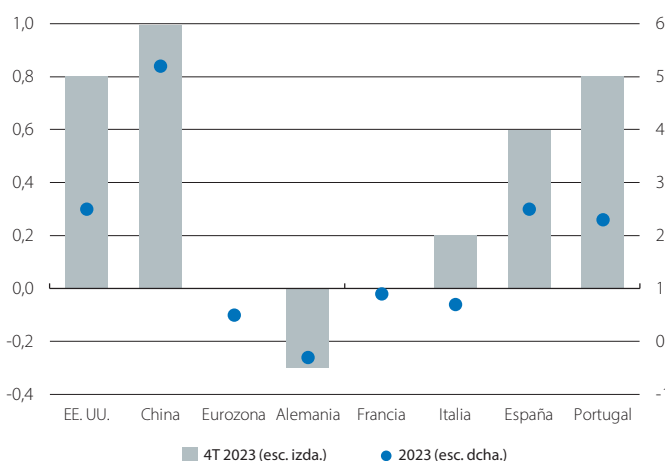


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Global: PIB

Variación intertrimestral (%)

Variación anual (%)



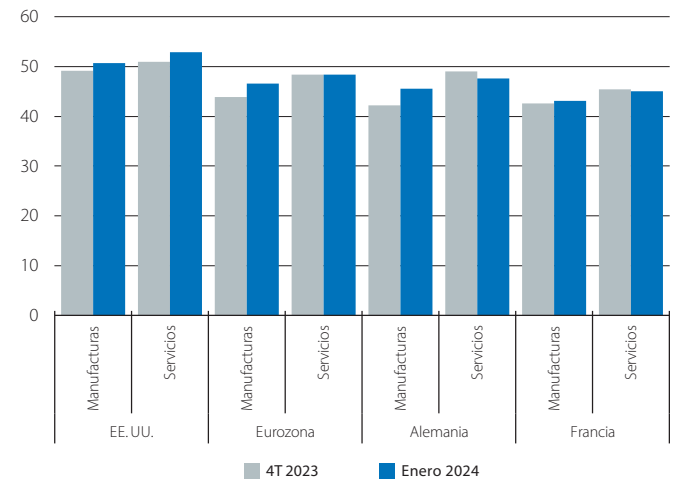
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la BEA, de la Oficina Nacional de Estadística china y de Eurostat.

... y 2024 empieza con inercia. Los primeros datos de actividad del año continuaron dibujando unas economías avanzadas a distintas velocidades. Los indicadores PMI de la eurozona se mantuvieron cerca pero por debajo de los 50 puntos que delimitan la expansión de la contracción de la actividad, tanto en el sector manufacturero (46,6 puntos en enero, con el mejor registro de los últimos 10 meses pero anotando ya 19 meses seguidos en terreno contractivo) como en los servicios (48,4 puntos, y en zona contractiva por sexto mes consecutivo). Asimismo, el sentimiento económico continuó en una zona gris (índice ESI en los 96 puntos en enero, algo por debajo del promedio histórico) mientras, a través de la solidez del mercado laboral (la tasa de paro se mantuvo en un mínimo del 6,4% en diciembre), empiezan a traslucir algunos signos de enfriamiento en la creación de empleo (el indicador de expectativas de empleo elaborado por la Comisión Europea disminuyó hasta los 102,5 puntos, todavía por encima de su promedio histórico). En cambio, al otro lado del Atlántico, la actividad de EE. UU. exhibe dinamismo en los primeros compases del año, con los *nowcastings* de las Reservas Federales de Atlanta y Nueva York apuntando a avances del PIB del 0,8%-1,0% intertrimestral en el 1T. Además, el mercado laboral estadounidense mantuvo mucha más fortaleza de la esperada en enero, con una creación de empleo de +353.000 puestos (y revisiones estadísticas al alza en los meses anteriores) y un desempleo en un bajo 3,7%.

La inflación vislumbra el 2%, pero le falta una última milla. Al lado de las buenas cifras de empleo y desempleo, los datos de salarios muestran crecimientos entre el 4% y el 5% a ambos lados del Atlántico y, en los llamados efectos de segunda ronda (la interrelación entre precios, salarios y beneficios), presentan una de las claves para que la inflación termine de doblegarse hasta el 2% en los próximos trimestres. Hasta el momento, las cifras de inflación han ido en una dirección favorable, empujadas por el fin del *shock* energético directo y el práctico desvanecimiento de sus efectos indirectos. Así, en la eurozona, los datos de enero reflejaron una inflación general del 2,8%, con una caída del 6,3% interanual en los precios energéticos y una inflación núcleo que bajó hasta el 3,3% (favorecida por la desinflación de los bienes industriales no energéticos, con un 2,0%, pero retenida por unos servicios estables en el 4,0%). En EE. UU., con datos más retrasados, en diciembre la inflación general del IPC fue del 3,4% interanual y la núcleo del 3,9%, frenadas por las todavía altas tasas del componente de vivienda (que se mueve con rezago), mientras que el avance de precios según el PCE (la medida preferida por la Fed) se situó en el 2,6%.

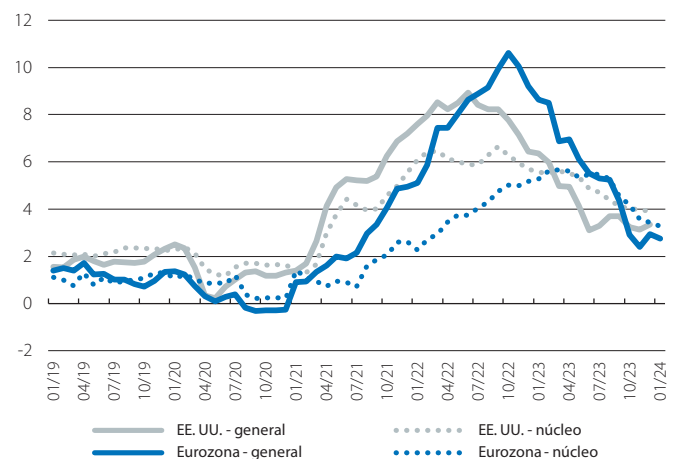
La actividad de China cumple pero no despeja las dudas. El PIB de China cumplió sin problemas el objetivo de «alrededor del 5%» para 2023, en parte gracias a efectos base estadísticamente favorables (cabe recordar que el país abandonó las políticas COVID cero hace poco más de un año). Sin embargo, en los últimos meses se ha observado una rebaja de las perspectivas para el PIB de 2024 (el último consenso de analistas apunta a un 4,6%). Y es que, en el último mes, los indicadores siguieron sin dar claras señales de mejora. En concreto, el PMI estatal para el sector no manufacturero subió en enero 0,3 puntos, hasta 50,7, apenas por encima del umbral de 50 que indica crecimiento, mientras que el del sector manufacturero se mantuvo, por cuarto mes consecutivo, en valores compatibles con caídas en su actividad, aunque cada vez más modestas (49,2 vs. 49,0).

Economías avanzadas: PMI (Índice)



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

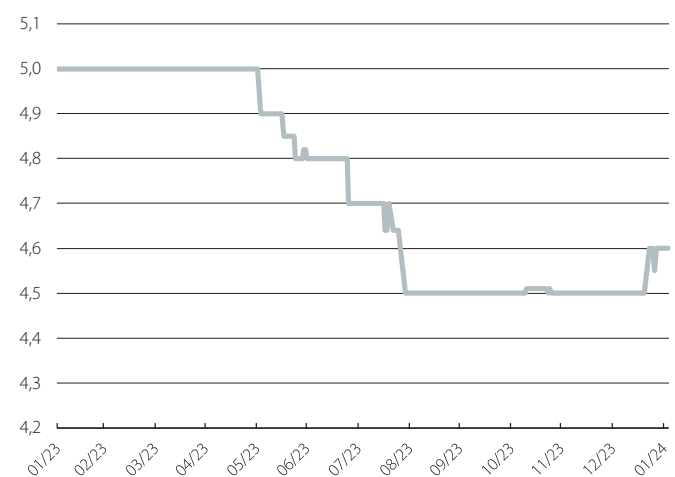
Economías avanzadas: IPC Variación interanual (%)



Nota: Núcleo excluye energía y todos los alimentos.

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

China: previsión de PIB para 2024 Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de previsiones del Consenso de Bloomberg.

Año electoral en EE. UU.

En 2024, más de la mitad de la población mundial está llamada a las urnas para celebrar elecciones. Ya hemos vivido unas en Taiwán, en las que ganó el Partido Progresista Democrático, la opción que marca más distancias con la China continental, y, antes de julio, asistiremos a las de Indonesia (14 de febrero), Rusia (17 de marzo), India (entre abril y mayo), México (2 de junio) y a las del Parlamento Europeo (9 de junio). Sin embargo, las que posiblemente tendrán más repercusión económica y también en los medios a nivel global serán las presidenciales de EE. UU. del 5 de noviembre, en las que las encuestas apuntan a una reedición del enfrentamiento entre el actual presidente Joe Biden y el expresidente Donald Trump. En este artículo ofreceremos algo de contexto para entender la carrera electoral de aquí al 5 de noviembre y detallaremos algunas de las implicaciones que puede tener para los mercados financieros y la Reserva Federal.

Una carrera electoral con incertidumbre, pero que apunta a un nuevo enfrentamiento Biden-Trump

Este enero arrancó la carrera electoral con las primarias para saber quién será el candidato del Partido Republicano a las elecciones presidenciales y todas las encuestas apuntan a que se impondrá el expresidente Donald Trump. Las votaciones celebradas hasta el momento de escribir este artículo han sido el caucus de Iowa y las primarias de New Hampshire. En Iowa, Trump ganó con algo más del 50% de los votos y la segunda y cuarta candidatura (Ron DeSantis y Vivek Ramaswamy, respectivamente) suspendieron su campaña y trasladaron su apoyo al expresidente. En la segunda contienda, en New Hampshire, Trump volvió a ganar, si bien con un menor margen con respecto a la segunda y única alternativa, la de la exembajadora de EE. UU. en la ONU, Nikki Haley.

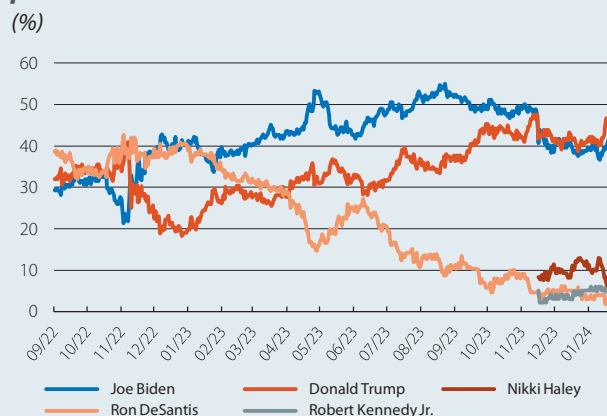
Si no hay sorpresas en el ámbito judicial y como sugieren todas las encuestas se confirma la nominación de Trump por parte de los republicanos, y en ausencia de grandes sobresaltos en el partido demócrata, estaremos de nuevo ante un enfrentamiento entre Joe Biden y Donald Trump. En ese escenario, las apuestas muestran una contienda muy igualada entre estos dos candidatos. Sin embargo, lo relevante será ver el desempeño de cada candidato en los estados clave (*swing states*), que son los que acaban decantando finalmente la balanza (los estados más ajustados y que acabaron dándole la victoria a Joe Biden en 2020 fueron Nevada, Arizona, Wisconsin, Michigan, Georgia y Pensilvania). Las últimas encuestas estatales proyectan una victoria republicana en la mayoría de estos estados, lo que decantaría, hoy en día, la balanza en favor de Donald Trump. Con todo, entre los factores que acabarán moviendo la balanza hacia un lado u otro destacan: (i) la presencia de terceras opciones, como Robert Kennedy Jr.,

Países que celebran elecciones presidenciales y/o legislativas en 2024



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

Probabilidad de victoria en las elecciones presidenciales



Nota: Probabilidad implícita de victoria a partir de tasas de apuestas del portal PredictIt.

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

quien según algunas encuestas podría obtener alrededor del 20% de votos en algunos estados¹ y (ii) la situación económica. En caso de que la economía estadounidense, y en particular su mercado laboral, se acercase a las elecciones con una tracción dinámica, como la actual, y con una inflación más moderada, esto podría favorecer al presidente en ejercicio (*incumbent*). Por otro lado, en caso de un *hard landing* de la economía o un giro en las dinámicas inflacionistas que la empujasen de nuevo al alza, el contexto sería más favorable al candidato republicano.

Sin embargo, más allá del desempeño de los datos macroeconómicos, los indicadores que pueden determinar el grado de apoyo del actual presidente Biden son los relacionados con el sentimiento económico. Un buen ejemplo es el índice de sentimiento de los consumidores de la Universi-

1. Normalmente, el empuje de estas terceras opciones se va diluyendo en las encuestas a medida que los votantes aprecian que su voto podría acabar no siendo un voto útil.

dad de Michigan, que trata de recoger la percepción que los consumidores, y votantes al fin y al cabo, tienen sobre la evolución reciente y esperada de la economía. Tal y como se ve en el tercer gráfico, en las elecciones en las que el partido que ostentaba la presidencia de EE. UU. perdió, el índice de sentimiento económico de la Universidad de Michigan se situaba, en promedio, 10 puntos por debajo comparado con los años en los que consiguieron mantener la presidencia.

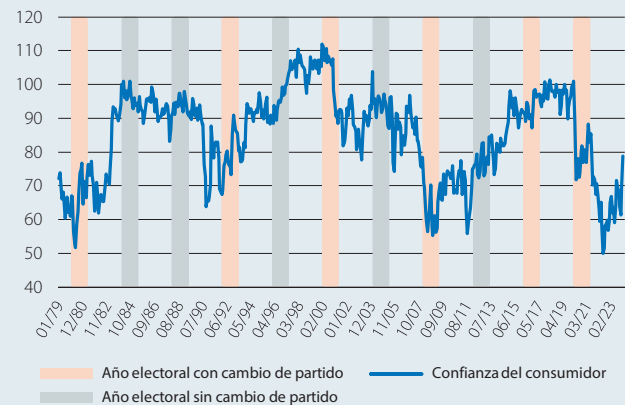
Ahora mismo, sin embargo, la solidez que exhibe la economía estadounidense no se traduce en una buena percepción de esta: un estudio² explica que la confianza de los consumidores se encuentra aproximadamente un 20% por debajo de lo que sugiere su relación histórica con el mercado laboral, la inflación y el consumo privado, en lo que algunos analistas han bautizado como *vibesession*.³

El efecto de las elecciones presidenciales en los mercados financieros y en la Reserva Federal

En años electorales, se genera incertidumbre por saber quién va a ser el presidente de EE. UU. y qué tipo de política económica, exterior o interior va a llevar a cabo.⁴ Prueba de ello es la evolución que el índice VIX, una *proxy* de la volatilidad de la bolsa estadounidense, tiene en años electorales. Como se puede ver en el último gráfico, unos 60 días antes de la celebración de las elecciones, este índice suele repuntar y alcanzar niveles que se sitúan entre los máximos anuales.

Una de las implicaciones que tendrán las elecciones sobre la Reserva Federal será con respecto a las nominaciones de cargos en el FOMC. A lo largo de su mandato, el presidente electo deberá seleccionar un nuevo presidente de la Fed (el cargo de Jerome Powell como presidente finaliza en mayo de 2026) y dos puestos vacantes en el FOMC (el de Adriana Kugler, que finaliza en enero de 2026, y el del propio Jerome Powell, que finaliza en enero de 2028). Por otro lado, se suele decir que, en los meses previos a la celebración de las elecciones, la Fed trata de mantener los tipos de interés inalterados para no añadir ni quitar estímulo sobre la economía y ser neutral frente al *incumbent* y al otro candidato.⁵ Sin embargo, en vista de la situación

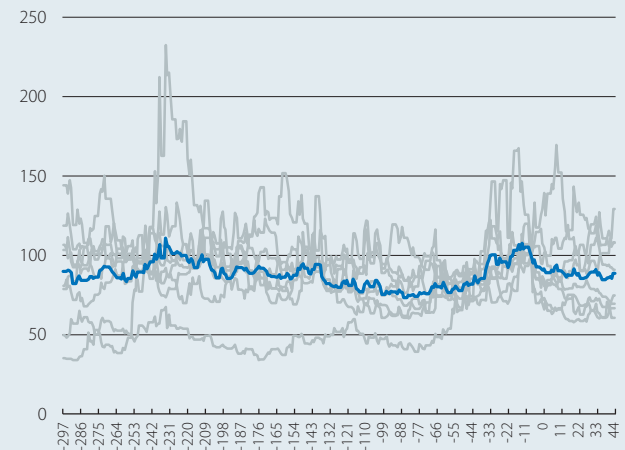
EE. UU.: confianza del consumidor de la Universidad de Michigan



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

Índice VIX en años electorales

Índice (100 = día de las elecciones)



Notas: En el eje horizontal mostramos los días con respecto al día de las elecciones presidenciales. La línea azul corresponde al promedio desde las elecciones de 1992.

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

actual de la economía, la inflación y las expectativas que hay actualmente sobre los tipos de interés, pensamos que la Reserva Federal priorizará adecuar su política monetaria a las necesidades del escenario y, por lo tanto, sí podría recortarlos durante los meses previos a las elecciones. Entre otras razones, por el deseo de normalizar los tipos de interés siguiendo una senda de bajadas debidamente comunicada, de modo que los mercados financieros, las empresas y los consumidores puedan anticiparlo y ajustar su comportamiento sin generar grandes sobresaltos.

Ricard Murillo Gili

2. Véase Cummings, R. y Mahoney, N. «Asymmetric amplification and the consumer sentiment gap» en Briefing Book.

3. Juego de palabras entre los conceptos en inglés *vibes* (sensación) y *recesión*.

4. Es importante destacar que este 5 de noviembre también se votará por 34 de los 100 asientos del Senado y por todos los 435 de la Casa de los Representantes. De estos 34 asientos que se disputan en el Senado, 7 que están ahora mismo en manos de los demócratas se juegan en estados donde se apoya mayoritariamente a republicanos y podrían romper el actual empate a 50 que hay en la Cámara Alta. En la Casa de los Representantes, las encuestas muestran un resultado más ajustado. En caso de victoria republicana (demócrata) en las presidenciales, pero con un Senado y Casa de los Representantes demócratas (republicanos), a Donald Trump (Joe Biden) se le complicaría la posibilidad de tirar adelante propuestas de ley.

5. En los años 1996, 2000, 2012, 2016 y 2020, la Fed dejó sin cambios los tipos de interés durante los seis meses previos a las elecciones.

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

ESTADOS UNIDOS

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Actividad									
PIB real	5,8	1,9	1,7	2,4	2,9	3,1	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	15,8	9,3	5,8	3,2	2,2	1,1	5,1	5,8	...
Confianza del consumidor (valor)	112,7	104,5	105,5	106,1	104,5	103,7	101,0	108,0	114,8
Producción industrial	4,4	3,4	1,3	1,0	0,9	0,5	–0,6	1,0	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	60,7	53,5	48,3	47,8	47,2	47,1	46,6	47,1	49,1
Viviendas iniciadas (miles)	1.606	1.551	1.375	1.378	1.385	1.388	1.525	1.460	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	267	307	303	302	302	303	320,8	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	5,4	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	3,7	3,7
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	58,4	60,0	60,1	60,2	60,3	60,3	60,4	60,1	60,2
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,6	–3,7	–3,6	–3,5	–3,3	–3,2	–2,9	...	...
Precios									
Inflación general	4,7	8,0	6,7	6,3	5,8	5,3	3,1	3,4	...
Inflación núcleo	3,6	6,2	5,7	5,6	5,6	5,5	4,0	3,9	...

JAPÓN

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Actividad									
PIB real	2,6	1,0	2,5	2,2	1,5	...	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	36,3	32,2	30,7	31,2	32,2	33,5	36,1	37,2	38,0
Producción industrial	5,8	0,0	–1,8	–1,8	–2,0	–0,7	–1,4	1,0	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	13,8	9,5	1,0	5,0	9,0	12,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,8	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	2,4	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–0,3	–3,7	–4,0	–4,0	–3,9	–5,2	–1,9	...	...
Precios									
Inflación general	–0,2	2,5	4,1	3,9	3,6	3,4	2,9	2,6	...
Inflación subyacente	–0,5	1,1	3,0	3,2	3,5	3,8	3,8	3,7	...

CHINA

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Actividad									
PIB real	8,4	3,0	4,5	6,3	4,9	5,2	–	–	–
Ventas al por menor	12,4	–0,8	5,8	10,7	4,2	8,3	10,1	7,4	...
Producción industrial	9,3	3,4	3,2	4,5	4,2	6,0	6,6	6,8	...
PMI manufacturas (oficial)	50,5	49,1	51,5	49,0	49,7	49,3	49,4	49,0	49,2
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	681	899	948	946	901	...	871,7	868,8	...
Exportaciones	30,0	7,1	0,1	–5,4	–10,8	...	–1,4	–0,8	...
Importaciones	30,0	0,7	–7,2	–7,0	–8,5	...	–0,7	0,2	...
Precios									
Inflación general	0,9	2,0	1,3	0,1	–0,1	–0,3	–0,5	–0,3	...
Tipo de interés de referencia ³	3,8	3,7	3,7	3,6	3,5	...	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,5	6,7	6,8	7,0	7,2	...	7,2	7,1	7,2

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Ventas al por menor (variación interanual)	5,4	1,0	-2,6	-1,9	-1,8	-0,7	-0,5	-0,8	...
Producción industrial (variación interanual)	9,8	2,3	0,3	-1,2	-4,7	...	-6,8	...	...
Confianza del consumidor	-7,5	-21,9	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-17,0	-15,1	-16,1
Sentimiento económico	111,2	102,1	96,5	96,5	96,5	96,5	94,3	96,5	96,2
PMI manufacturas	60,2	52,1	48,2	44,7	43,2	43,2	44,2	44,4	46,6
PMI servicios	53,6	52,1	52,8	54,4	50,3	49,2	48,7	48,8	48,4
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,5	...	1,6	1,4	1,3	...	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	7,7	6,7	6,6	6,5	6,5	...	6,4	6,4	...
Alemania (% pobl. activa)	3,6	3,1	2,9	2,9	3,0	...	3,1	3,1	...
Francia (% pobl. activa)	7,9	7,3	7,1	7,3	7,4	...	7,3	7,3	...
Italia (% pobl. activa)	9,5	8,1	7,9	7,7	7,5	...	7,4	7,2	...
PIB real (variación interanual)	6,1	3,5	1,3	0,6	0,0	0,1	-	-	-
Alemania (variación interanual)	3,3	1,9	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-	-	-
Francia (variación interanual)	6,8	2,6	0,9	1,2	0,6	0,7	-	-	-
Italia (variación interanual)	8,6	3,9	2,1	0,3	0,1	0,5	-	-	-

Precios

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
General	2,6	8,4	8,0	6,2	5,0	2,7	2,4	2,9	2,8
Núcleo	1,5	3,9	5,5	5,5	5,1	3,7	3,6	3,4	3,3

Sector exterior

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Saldo corriente	3,1	-0,6	-0,4	0,3	2,0	...	4,1	...	...
Alemania	7,7	4,4	4,6	5,3	8,6	...	13,8	...	...
Francia	0,4	-2,0	-1,9	-1,8	-1,9	...	-3,0	...	...
Italia	2,4	-1,5	-1,4	-1,1	-0,1	...	0,3	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,3	90,9	93,4	94,6	95,9	95,1	95,3	94,9	95,0

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2021	2022	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	3,5	6,7	5,7	3,9	1,0	0,1	0,0	0,4	...
Crédito a hogares ^{2,3}	3,8	4,4	3,2	2,1	1,0	0,5	0,5	0,3	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,2	1,8	3,8	4,5	5,0	5,2	5,1	5,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	1,3	2,0	3,7	4,3	4,7	4,9	4,9	4,9	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	12,8	6,3	-3,9	-8,1	-11,3	-10,7	-10,9	-9,8	...
Otros depósitos a corto plazo	-0,8	4,5	17,6	22,5	23,2	21,0	20,8	20,9	...
Instrumentos negociables	11,6	3,7	19,4	22,0	20,5	20,0	17,8	19,3	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,2	0,5	1,9	2,5	3,0	3,3	3,3	3,3	...

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.

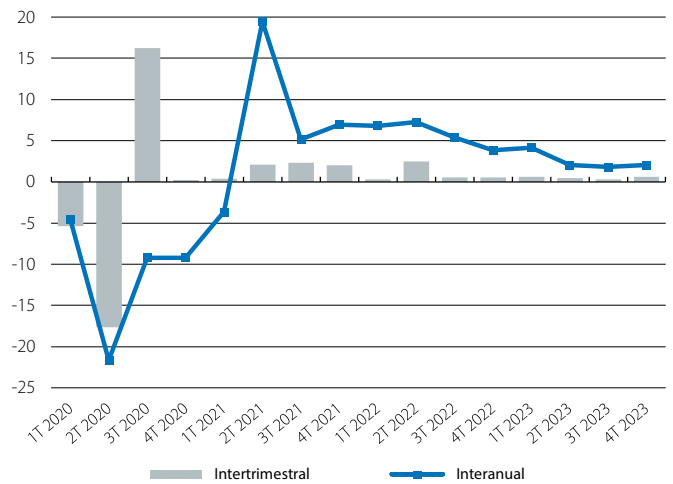
La economía española cerró 2023 con dinamismo y encara 2024 con cierto optimismo

La actividad se muestra resiliente en un entorno desafiante.

Si en diciembre de 2022 nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2023 era del 1%, finalmente la economía española ha logrado crecer un notable 2,5%, a pesar de la incertidumbre geopolítica, una inflación todavía elevada pese a su descenso en los últimos meses y el alza de los tipos de interés. Esta sorpresa positiva se explica, principalmente, por el desvanecimiento más rápido de lo previsto de la crisis energética (recordemos la fuerte bajada del precio del gas que tuvo lugar en el tramo final de 2022 y, sobre todo, en el 1T 2023) y por el fuerte desempeño del sector exterior español, muy ligado a los servicios, tanto turísticos como no turísticos. En los próximos trimestres, la economía española seguirá haciendo frente a un contexto complicado, marcado por la incertidumbre geopolítica y unos tipos de interés en niveles restrictivos cuyo impacto macroeconómico, debido al rezago con el que incide en la economía real, se dejará notar aún en el tramo inicial de 2024. De todas formas, la economía también contará con algunos elementos que apoyarán el crecimiento, como la aceleración del despliegue de los fondos NGEU y el dinamismo del consumo, aupado por el fortalecimiento de la situación financiera de las familias y la paulatina recuperación del poder adquisitivo. La inflación, aunque se mantendrá en niveles superiores al 2%, probablemente continuará moderándose. Todo ello traza un 2024 que irá de menos a más y en el que la economía española probablemente continuará creciendo por encima del promedio de la eurozona.

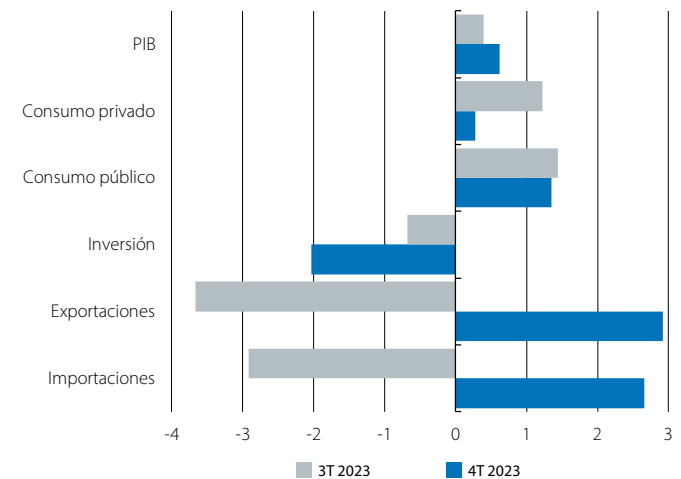
Renovado impulso del PIB en el último trimestre. En concreto, en el 4T 2023, el PIB creció un 0,6% intertrimestral (2,0% interanual), un ritmo superior al del 3T (0,4% intertrimestral) y a lo esperado por el consenso de los analistas. Cabe destacar que la composición del crecimiento, según los datos preliminares del INE, muestra una mejora de la demanda interna gracias a la resiliencia del consumo privado y al tirón del consumo público. La demanda interna aportó así 0,5 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB de la mano del avance del consumo público, que aportó 3 décimas, y del privado, con una contribución de 2 décimas, que más que compensaron la atonía de la inversión. Por su parte, la demanda externa, tras dos trimestres en negativo, tuvo una aportación positiva de 0,1 p. p. al crecimiento trimestral del PIB, con un importante repunte de los flujos comerciales (en el 4T 2023, tanto las exportaciones como las importaciones anotaron avances sustanciales del +2,9% y +2,7% intertrimestral, respectivamente). La sorpresa positiva del dato de crecimiento del PIB del 4T nos llevará a revisar al alza la previsión de crecimiento de 2024 debido al efecto arrastre que genera el repunte de crecimiento del 4T 2023.

España: PIB Variación (%)



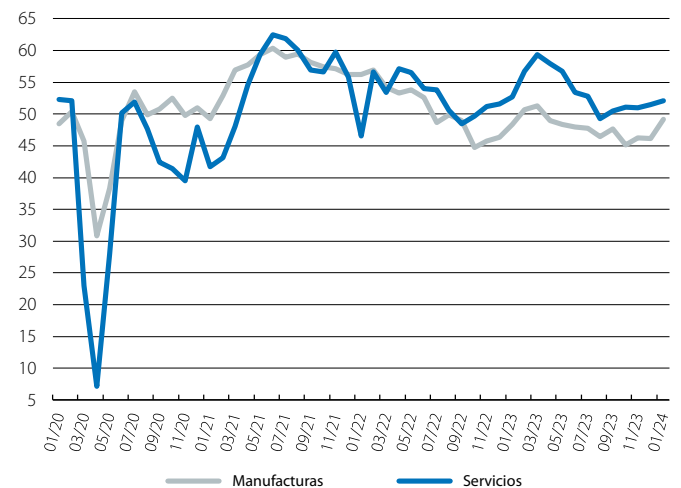
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

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.

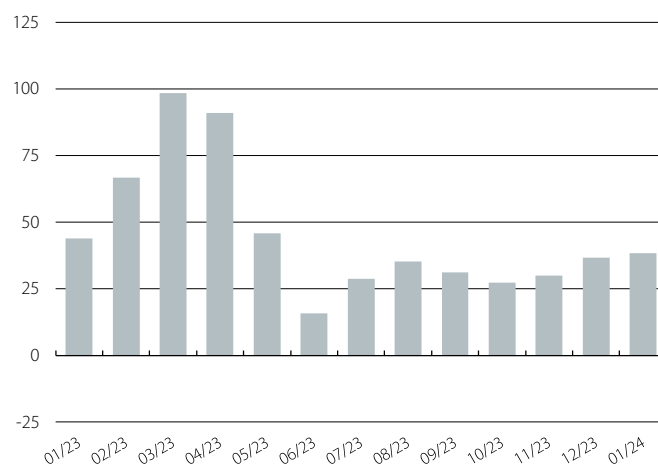
Los primeros indicadores de actividad disponibles para el 2024 dan señales alentadoras. Así, en enero, el índice PMI para el sector manufacturero escaló 3 puntos, hasta los 49,2 puntos, un registro inferior al umbral que denota crecimiento (50) pero que sugiere que el deterioro de la actividad industrial se está moderando. Asimismo, el indicador homólogo del sector servicios avanzó en 0,6 puntos, hasta los 52,1 puntos, por lo que se emplaza firmemente en la zona expansiva. Por su parte, 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 38.000 afiliados, lo que supone una aceleración en relación con el promedio mensual en el 4T 2023 (31.250). Asimismo, por el lado del consumo, el [monitor de consumo de CaixaBank Research](#) muestra que en enero la actividad de tarjetas españolas habría ganado dinamismo, con un crecimiento del 5,6% interanual, frente al 5% en diciembre y el 7% en noviembre.

La inflación subyacente mantiene en enero su tendencia a la baja, mientras que la general repunta ligeramente por la electricidad. La inflación general truncó su tendencia reciente de moderación y ascendió al 3,4% en enero, 3 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 3,6%. Según avanzó el INE, el ligero repunte de la inflación general en enero se explica por el incremento de los precios de la electricidad. Tal incremento refleja en parte el aumento de los impuestos en la factura eléctrica (por ejemplo, el IVA de la electricidad pasó, el 1 de enero, del 5% al 10%). No obstante, estas dinámicas alcistas en el componente eléctrico se vieron en parte mitigadas por la caída de los precios de los carburantes.

La caída de las importaciones de bienes y el momento dulce del turismo en España permiten mejorar sustancialmente el saldo corriente. En términos del acumulado del año hasta noviembre, las exportaciones de bienes mostraron una leve reducción del 0,7% interanual, frente a la considerable caída de las importaciones (-6,8% interanual), afectadas en cierta medida por los menores precios de la energía. Así, el déficit comercial se situó hasta noviembre en el -2,9% del PIB, lo que representó una mejora sustancial frente al -5,1% registrado los 11 primeros meses del año anterior. Esta caída del déficit comercial se produjo a la par de una mejora espectacular del superávit de servicios. Así, el superávit de servicios acumulado hasta noviembre fue del 6,8% del PIB (6,1% en noviembre de 2022), aupado por la envidiable salud del turismo, que cerró 2023 con unas cifras extraordinarias. En el conjunto de 2023, las llegadas de turistas superaron los 85 millones, un 1,9% más que en 2019, y realizaron un gasto un 18,2% superior al de 2019.

España: afiliados a la Seguridad Social *

Variación intermensual (miles)



Nota: * Serie desestacionalizada.

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

España: IPC

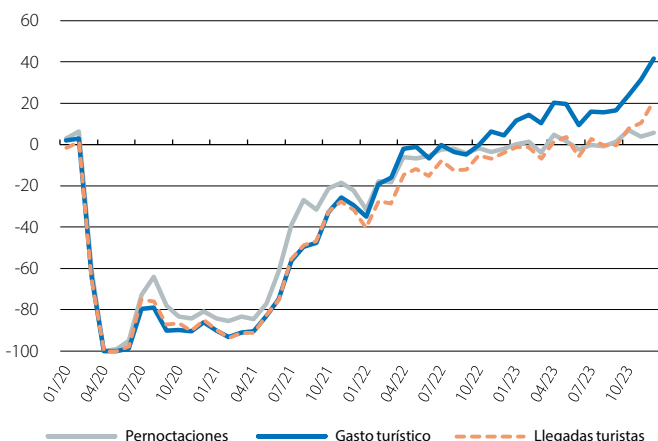
Variación interanual (%)



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

España: indicadores de turismo extranjero

Variación respecto al mismo mes de 2019



Nota: Pernoctaciones de turistas en hoteles, establecimientos de turismo rural, apartamentos turísticos y campings.

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

Tesoro 2024: la mayor participación de inversores domésticos y no residentes absorberá las mayores necesidades de financiación

Pese al objetivo de disminución del déficit público a cotas del 3% del PIB en 2024, las necesidades de financiación del Tesoro seguirán siendo elevadas. Además, el mercado deberá absorber toda la deuda que está en manos del BCE y que no reinvertirá. En este contexto, ponemos en perspectiva el volumen de deuda que deberá absorber el mercado durante este año.

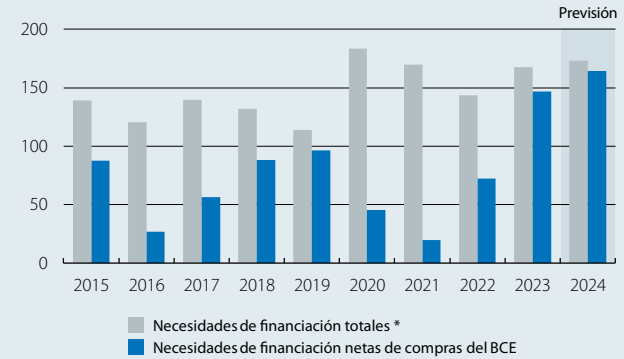
La estrategia del Tesoro, tras el fin de las compras netas por parte del BCE

La estrategia de financiación del Tesoro para 2024, publicada a mediados de enero, recoge una emisión neta prevista de 55.000 millones de euros que será cubierta íntegramente mediante instrumentos de medio y largo plazo. Es una cantidad elevada aunque inferior a los 65.000 millones de 2023. La emisión bruta de deuda a medio y largo plazo, que añade las amortizaciones previstas, se elevará a 173.118 millones de euros, ligeramente superior a los 167.500 millones de 2023.

El cambio de escenario es destacable porque el BCE continuará y, de hecho, intensificará el repliegue iniciado en 2022. Recordemos que en el programa APP¹ las compras netas se prolongaron hasta junio de 2022; de julio de 2022 a febrero de 2023, se reinvertieron el 100% de los bonos que vencían; entre marzo y junio de 2023, se realizaron reinversiones parciales, y desde julio del año pasado las reinversiones son 0, de forma que la cartera va cayendo al ritmo que vencen los activos. Y en el PEPP (programa de expansión cuantitativa extraordinario por la pandemia), las compras netas se extendieron hasta marzo de 2022; entre abril de 2022 y junio de 2024, se acometerán reinversiones al 100; entre julio y diciembre de 2024, las reinversiones serán parciales, y, finalmente, a partir de 2025 cesarán y la cartera caerá al ritmo que vencen los activos.

Teniendo en cuenta toda esta información, en 2023, el BCE realizó compras netas de deuda soberana española negati-

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



Nota: * Las cifras de amortizaciones no incluyen las letras. Por ejemplo, se amortizarán letras por valor de 89.348 millones en 2023 y la Estrategia del Tesoro prevé que se amorticen 84.454 millones en 2024.

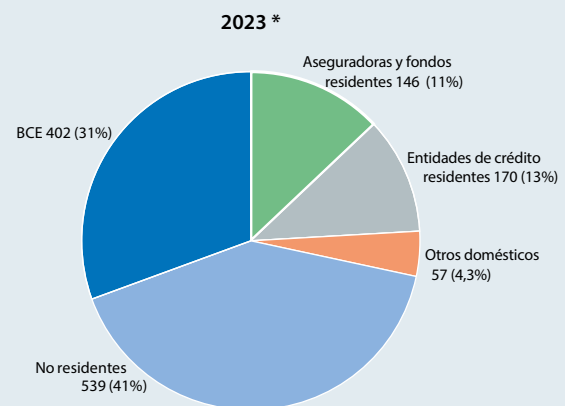
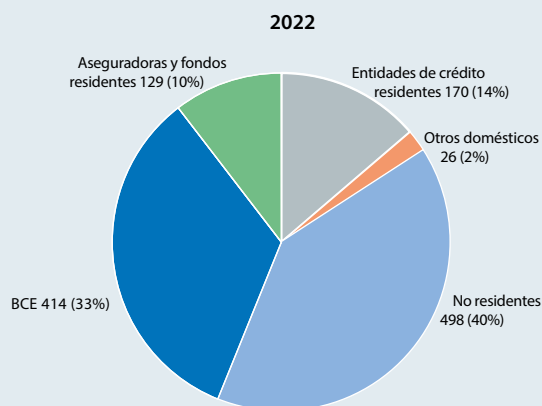
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

vas por valor de -15.000 millones de euros y reinvertió amortizaciones por valor de 36.000. En 2024, estimamos que el BCE realizará compras netas por valor de -38.000 millones y reinvertirá deuda a medio y largo plazo por valor en torno a los 47.000. A resultados de ello, las compras brutas del BCE serían, en 2024, 12.000 millones inferiores a las de 2023 (un 0,8% del PIB).

Pese al menor protagonismo del BCE, el contexto de mayores tipos de interés respecto al periodo 2016-2022 debería aumentar el atractivo de estos activos para los inversores, sean domésticos o no residentes, y facilitar la absorción de las necesidades de financiación de España, una tendencia que ya se ha observado en 2023. Así, las tenencias de la deuda española muestran una buena diversificación de la base inversora (véanse el segundo y tercer gráfico). En 2023 (datos hasta octubre), los inversores extranjeros mostraron su con-

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

(Miles de millones de euros) Estructura (%)



Nota: * Datos de octubre de 2023.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Secretaría General del Tesoro.

1. Desde 2014, el BCE ha adquirido activos bajo su programa de compra de activos, conocido como APP por sus siglas en inglés (Asset Purchase Programme), entre los que se encuentran títulos de deuda pública, bonos corporativos, bonos de titulización de activos y bonos garantizados.

fianza ampliando sus tenencias de deuda española (excluidas las letras) en 65.000 millones de euros respecto al cierre de 2022, muy por encima del promedio histórico 2003-2021 (16.400 millones). De esta manera, su peso sobre el total de tenencias de nuestra deuda (incluidas las letras, que suponen apenas el 5% de la cartera de deuda) ha subido al 41%, frente al 40% de finales de 2022, y han tenido una especial participación en las emisiones sindicadas de 2023.

Por otra parte, los inversores internacionales han reducido sus tenencias de letras en favor de los inversores domésticos. Los minoristas han liderado el interés doméstico en las letras del Tesoro, pasando a ser su principal tenedor, con un incremento histórico de 21.000 millones de euros hasta octubre de 2023. Como resultado, los inversores minoristas representan a esa fecha el 31,7% del total de tenencias de letras, que ascienden a 22.893 millones de euros, lo que los convierte en el principal tipo de inversor de este segmento. Así, los inversores domésticos en su conjunto cuentan con el 28,4% de toda la deuda (26,3% a finales de 2022).

Mirando el *stock* total, estimamos que la deuda pública en manos del BCE representará en 2024 un 30% del total de la deuda (un 32% del PIB), dejando el restante 70% (el 75% del PIB) en manos del resto de inversores. Entre 2012 y 2015, el volumen de deuda sobre el total en manos de actores que no eran el BCE superó con creces esta cifra (con un pico del 102% del PIB en 2014).

Otros factores de apoyo

Hay otros factores, más allá del mayor protagonismo de los inversores privados, para entender en qué condiciones el Tesoro deberá satisfacer estas necesidades de financiación en 2024, como unos costes de financiación más favorables a pesar del endurecimiento monetario del último año, ahora en visos de deshacerse de forma gradual, y una vida media de la deuda larga.

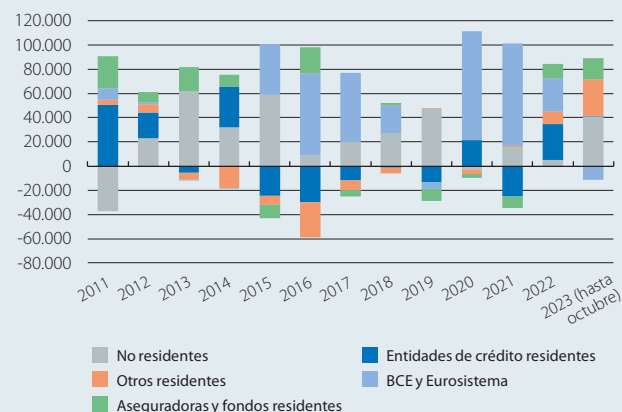
En concreto, en 2023 el coste de financiación medio de las nuevas emisiones (incluidas las letras) repuntó hasta el 3,44%, tras situarse en el 1,35% en 2022 y en terreno negativo (-0,04%) en 2021. A pesar de esto, el coste medio del conjunto de la deuda ha repuntado de forma muy moderada, del 1,64% en 2021 hasta el 1,73% en 2022 y al 2,1% en 2023. Y es que, para anclar los bajos costes de financiación de los últimos años, el Tesoro optó por emitir en los tramos más largos de la curva de vencimientos. Ello ha permitido incrementar la vida media de la deuda española, que se sitúa en los 7,8 años.

En 2024 se prevé que el coste medio del conjunto de la deuda repunte de forma muy moderada, gracias al vencimiento de deuda emitida hace años a tipos superiores a los actuales y a la larga duración media. De esta forma, el pago de intereses para la deuda del conjunto de las Administraciones públicas (AA. PP.), teniendo en cuenta las expectativas actuales de los mercados que esperan una caída de los tipos de interés algo mayor que hace unos meses, se podría situar en 2024 en el 2,5% del PIB, un nivel similar al de 2023 pero muy inferior al de hace una década —en 2014, por ejemplo, alcanzaba el 3,5%—.

Mirando a medio plazo, en 2026, la factura de intereses del conjunto de las AA. PP. podría situarse alrededor del 2,6% del PIB, lo que conllevaría una factura por intereses de unos 44.000 millones de euros, comparado con los 35.000 que prevemos para 2023. Así, aunque el endurecimiento monetario se vaya deshaciendo, los costes de la deuda aún serán superiores a los de los años de tipos ultrabajos, de modo que se producirá un aumento paulatino del coste de la deu-

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

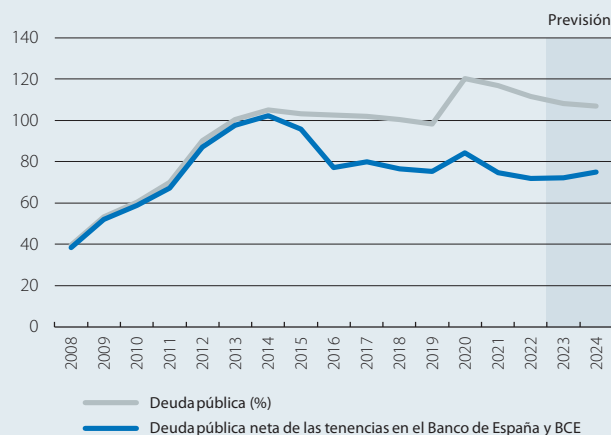
(Millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Tesoro Público.

España: deuda pública

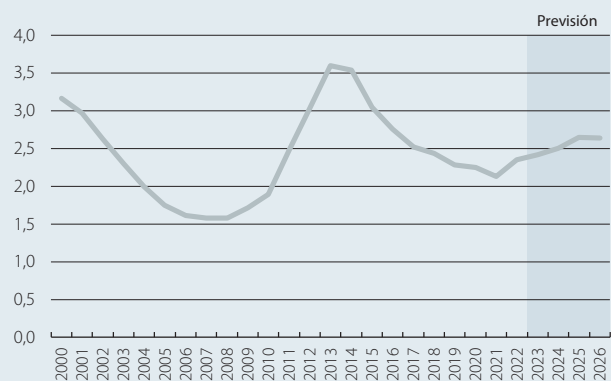
(% del PIB)



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.

da. Por ello, y teniendo en cuenta la elevada deuda pública, será clave diseñar una estrategia de consolidación fiscal, gradual pero sostenida en el tiempo, y que se ajuste a las nuevas reglas fiscales aprobadas por la UE.

Javier García-Arenas

El avance de la renta disponible fortalece la situación financiera de los hogares españoles

La renta disponible crece muy por encima del gasto de los hogares

La renta bruta disponible (RBD) del conjunto de los hogares creció un notable 10,6% interanual en el 3T 2023 (dato estanco), un dato claramente por encima de la inflación del 3T (2,8%) y del crecimiento en el número de hogares (1,5%), lo que permitió una notable recuperación del poder adquisitivo perdido con el *shock* inflacionista desatado en 2022. El crecimiento de la renta de los hogares fue mucho más brioso que el del conjunto de la eurozona (6,4%). En el conjunto de los tres primeros trimestres de 2023, la renta disponible creció un 11,4% interanual.

Uno de los impulsores de la renta disponible ha sido el mercado laboral; no en vano, la remuneración total de los asalariados creció en el 3T un 9,0% interanual, reflejo del aumento de la ocupación (crecimiento del +3,9% interanual del número de asalariados) y de un mayor dinamismo salarial (+5% en la remuneración por trabajador). Otros componentes de la renta bruta que también contribuyeron al avance de la renta fueron las prestaciones sociales (avance del +9,7% interanual, impulsadas por la revalorización de las pensiones del 8,4% en 2023), los ingresos de los autónomos y las rentas de la propiedad, gracias al aumento del pago de dividendos y otras rentas de inversión. Todo ello ha más que compensado el incremento de los pagos netos por intereses, que han ascendido a 3.700 millones de euros (aumento de 1.200 millones respecto al dato estanco del 3T 2022).

Este avance de la renta bruta agregada vino marcado por el aumento en la creación de hogares. No en vano, la población española se incrementó en el 3T 2023 en 525.000 personas respecto al 3T 2022, aupada por la pujanza de los flujos migratorios. Así, en el último año se han creado en términos netos 285.000 hogares. En consecuencia, la renta disponible por hogar creció en el 3T a un ritmo algo inferior al de la renta agregada, aunque aún a unas tasas muy notables: un destacable 9,0% en términos nominales y un 6,1% en términos reales.

En cambio, el gasto en consumo de los hogares ha crecido a un ritmo inferior al de los ingresos de las familias. Así, en el acumulado de los tres primeros trimestres de 2023 la renta disponible de los hogares ha crecido claramente por encima del gasto de las familias (10,6% vs. 5,7% interanual, respectivamente).

En el conjunto de 2023, tras estos últimos datos tan positivos, prevemos que el crecimiento de la RBD superará el 9,0%, lo que debería permitir que, en agregado, el consumo de los hogares en términos reales pueda cerrar el año en un

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



Nota: Dato de 2023 solo de los tres primeros trimestres (datos disponibles).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: cuentas no financieras de los hogares

	3T 2022 (M€)	3T 2023 (M€)	Variación interanual (%)
Remuneración total asalariados (+)	159.250	173.630	9,0
EBE (ingresos autónomos, alquileres imputados...) (+)	54.515	57.374	5,2
Rentas netas propiedad (+)	5.193	6.856	32,0
Pago neto de intereses * (-)	-2.510	-3.733	48,7
Otros (dividendos, otras rentas de inversión...) (+)	7.703	10.589	37,5
Impuestos de renta (-)	-39.539	-44.259	11,9
Cotizaciones sociales netas (-)	-47.963	-52.482	9,4
Prestaciones sociales (+)	54.458	59.763	9,7
Otros (+)	4.715	9.964	111,3
RBD final (contabilidad nacional) **	190.629	210.846	10,6

Notas: * Antes de la asignación del SIFMI (servicios de intermediación financiera).
** RBD equivale a renta bruta disponible.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

nivel claramente por encima del de 2022 a pesar del aumento de los tipos de interés y la todavía elevada inflación.

Para 2024, prevemos que la renta disponible podría crecer alrededor del 5,0% de la mano de la resiliencia del mercado laboral, un aumento del pago bruto de intereses que comenzará a revertirse y un aumento de las prestaciones sociales que podría situarse alrededor del 5% (las pensiones contributivas se han revalorizado en 2024 un 3,8% interanual, pero el gasto total en pensiones será mayor teniendo en cuenta la entrada de nuevos pensionistas y las mayores revalorizaciones en las pensiones no contributivas y mínimas). Así, con el dinamismo de la renta disponible y la moderación de la inflación, la recuperación del poder adquisitivo debería continuar.

El destino del ahorro y la mejora de la posición financiera neta de las familias

Como resultado del amplio diferencial de crecimiento entre la renta y el consumo, la tasa de ahorro aumentó hasta el 9,6% en los nueve primeros meses de 2023, lo que supone un aumento de 2 p. p. respecto al dato del conjunto de 2022. Además, el dato se sitúa claramente por encima del promedio registrado entre 2015 y 2019 (6,8%).

¿Cómo se ha canalizado el ahorro generado? Las cuentas financieras del Banco de España proveen una fotografía detallada en este sentido. La conclusión principal es que la capacidad de financiación de las familias se dirigió en parte a adquirir activos financieros, por importe de 10.600 millones en los nueve primeros meses de 2023 y en otra parte a desapalancarse (disminución de su deuda en 14.480 millones de euros respecto al cierre de 2022).

Por el lado de los activos, cabe destacar que el *stock* de activos financieros brutos aumentó en 82.300 millones de euros entre el 4T 2022 y el 3T 2023, lo que reflejó una revalorización de 71.700 millones de euros y la ya mencionada adquisición neta de activos financieros de 10.600 millones de euros en los últimos tres trimestres.

Cuando analizamos el desglose de la adquisición neta de activos, se observa desde finales de 2022 una recomposición de los activos financieros desde depósitos hacia instrumentos con una mayor rentabilidad, como las letras del Tesoro y los fondos de inversión. En concreto, los hogares invirtieron en valores de deuda pública por valor de 19.800 millones de euros y en participaciones en el capital y fondos de inversión por valor de 18.440 millones. En cambio, redujeron el efectivo y depósitos por valor de 28.200 millones de euros.

Por el lado de los pasivos, las familias continuaron desapalancándose en los tres primeros trimestres de 2023, al reducir su deuda en 14.480 millones de euros respecto al cierre de 2022 (-2,1%) hasta 689.000 millones, cantidad que representa el 48% del PIB, 4,3 puntos menos que en el cierre del año precedente y el mejor registro desde 2002.

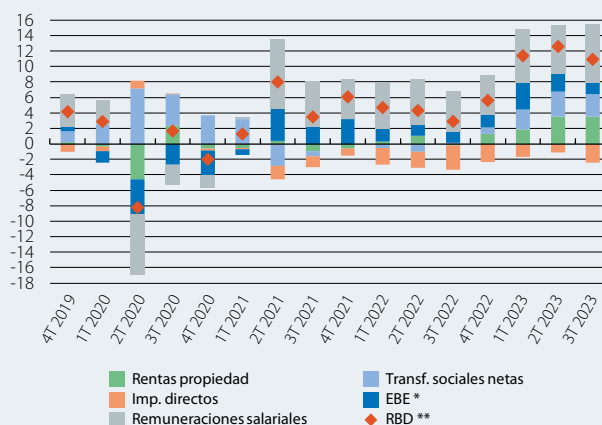
Como resultado de estas tendencias, se ha producido un crecimiento de la riqueza financiera neta de las familias de 97.300 millones respecto al 4T 2022, hasta superar ligeramente los 2,05 billones de euros; ello representa un 142,9% del PIB, una ratio 2,4 p. p. menor a la del cierre de 2022, a causa del aumento del PIB nominal.

En suma, el fortalecimiento de la situación financiera de las familias a nivel agregado permite albergar un cierto optimismo. Gracias a este colchón, el consumo de los hogares podrá seguir creciendo en los próximos trimestres y se mantendrá como un importante factor de apoyo para el conjunto de la economía española.

Javier García-Arenas

España: renta disponible de los hogares

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

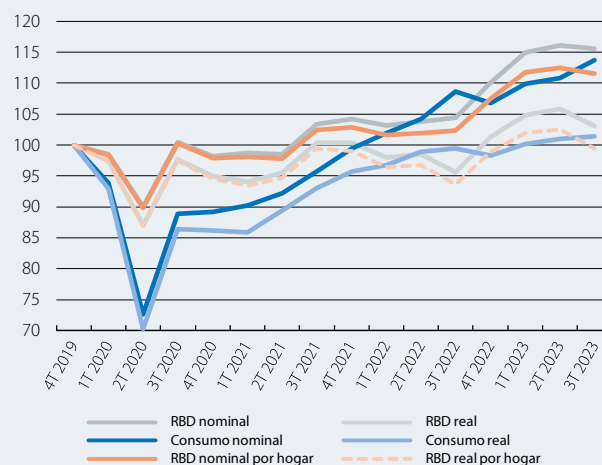


Notas: * EBE equivale a excedente bruto de explotación. ** RBD equivale a renta bruta disponible.

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

España: renta bruta disponible y consumo de los hogares

Nivel (100 = 4T 2019)

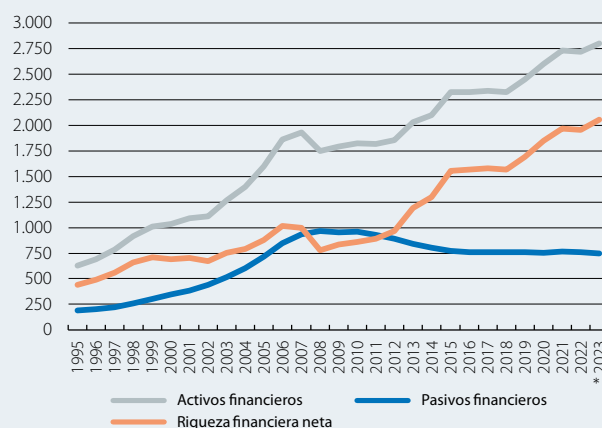


Notas: Datos desestacionalizados. RBD equivale a renta bruta disponible.

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

España: balance financiero de los hogares

(Miles de millones de euros)



Nota: * 3T 2023.

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

El gasto en recibos de los hogares españoles en 2023, un respiro tras un 2022 de infarto

La elevada inflación ha condicionado el consumo de los hogares desde el fin de la pandemia, aunque a lo largo de 2023 se fue moderando y terminó el año en cotas más moderadas. En diciembre, se situó concretamente en el 3,1%. En gran parte, esta moderación se ha debido al considerable abaratamiento de los precios de la energía. Por ejemplo, el componente eléctrico del IPC cayó un 36,8% en el conjunto del año.¹ Pero ¿cómo ha acabado evolucionando el gasto de los hogares en partidas esenciales, como la de suministros básicos?

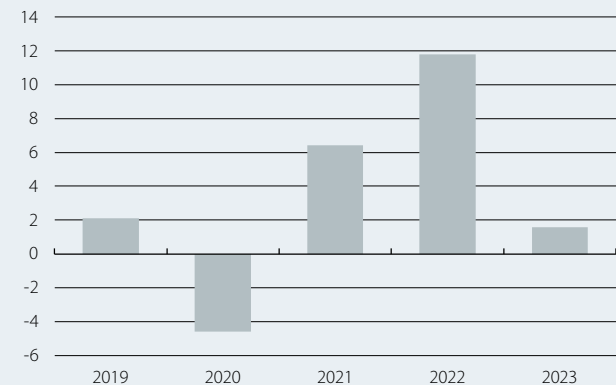
Desde CaixaBank Research analizamos el gasto con tarjetas y mediante reintegros semanalmente en el [Monitor de Consumo](#), que podrán encontrar en nuestra [página web](#), y mensualmente en el [Portal de Economía en tiempo real](#). Asimismo, examinamos en 2022 cómo se trasladaba el impacto de la crisis energética en los recibos de luz y gas de los hogares.² En este artículo vamos a explorar la evolución del gasto total de los hogares mediante recibos domiciliados, así como de su principal partida, los suministros básicos (agua, luz, gas y teléfono).³ Para ello, analizaremos, de forma totalmente anonimizada, los recibos domiciliados en las cuentas bancarias de CaixaBank, uno de los principales canales de pago de los hogares.⁴

La evolución del gasto mediante recibos en estos últimos cinco años viene marcada por la pandemia y la posterior crisis energética. Las restricciones derivadas de la COVID-19 impactaron en el consumo de los españoles y ello se reflejó en una reducción del 4% del gasto total mediante recibos en 2020. Tras este parón, le siguieron dos años de fuertes subidas: el gasto mediante recibos creció un 6,4% en 2021 y un 11,8% en 2022. En comparación, el IPC general se situó en el 3,1% en 2021 y en el 8,4% en 2022. Es decir, el importe de los recibos aumentó alrededor de 3 p. p. por encima del coste de vida. En 2023, la situación ha dado un vuelco: el gasto mediante recibos creció un 1,5% este último año, 2 p. p. por debajo de la inflación media de este año.

Entre los suministros básicos (agua, luz, gas y telefonía), en los que el consumidor tiene menos margen de ajuste ante

España: evolución del gasto total mediante recibos domiciliados

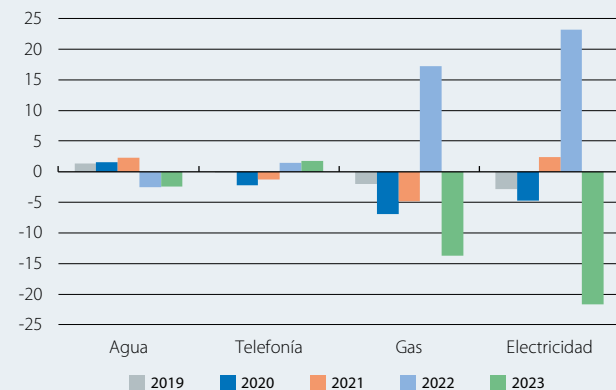
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

España: evolución del recibo medio por categoría de suministro

Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

una crisis, observamos unas diferencias marcadas (véase el segundo gráfico). En agua y telefonía, el gasto fue bastante similar durante todo el periodo analizado. El recibo promedio de agua en 2023 fue un 2% menor que en 2022, mientras que el de telefonía fue un 1% mayor. En cambio, el gasto en suministros energéticos ha sido mucho más volátil. El importe medio del recibo de electricidad aumentó en un 23% en 2022 pero descendió un 21% en 2023, por lo que los hogares pagaron en 2023 un recibo un 6% inferior al de 2019. De manera similar, el recibo de gas aumentó un 17% en 2022, pero se redujo un 13% en 2023, y acabó siendo de un importe un 10% inferior al de 2019. Como las variaciones de precios del gas y de la electricidad entre 2019 y 2023 han sido menores, estas reducciones reflejan fundamentalmente el esfuerzo de las familias por reducir su consumo de energía.

1. Para más detalle de la contribución del componente energético en la inflación, véase el Focus «[La importancia de los costes intermedios en las dinámicas de la inflación en España](#)» en el IM01/2024.

2. Véase por ejemplo los Focus «[La evolución de los recibos de la luz de los hogares españoles en 2022](#)» en el IM12/2022 y «[Los precios de la luz están por las nubes, ¿y el importe de su recibo?](#)» en el IM01/2022.

3. El desglose del gasto mediante recibos muestra que se corresponde mayoritariamente al pago de suministros (27%), seguros (21%) y alquileres (15%).

4. El gasto mediante domiciliaciones bancarias corresponde al 20% del gasto total realizado en 2023 mediante tarjeta, reintegros y recibos, según datos internos.

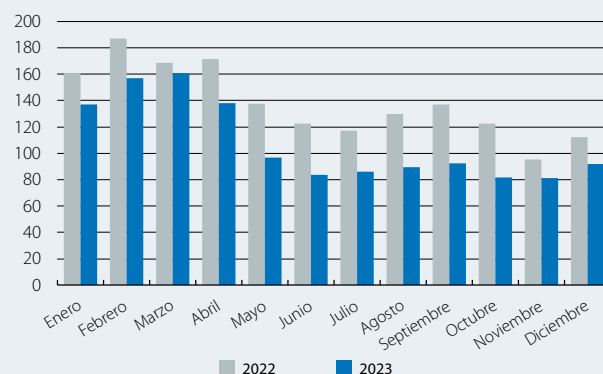
Analizando la factura energética por importe mensual, vemos que en todos los meses de 2023 esta fue menor que en 2022 (unos 30 euros en promedio), y en especial entre mayo y octubre (con un importe un 31% inferior). Así, los hogares pagaron 108 euros de luz y gas en 2023 en promedio, por debajo de los 138 euros en 2022 (y 115 euros en 2019).

De cara a 2024, cabe esperar que la retirada gradual de las diferentes medidas antiinflación planeada a lo largo del año tenga un cierto impacto sobre la factura energética. Desde CaixaBank Research lo seguiremos monitorizando en tiempo real.⁵

Zoel Martín Vilató y Josep Mestres Domènech

España: importe medio de los recibos energéticos

(Euros)



Nota: Incluye los recibos de luz y de gas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

5. Este año incluiremos la evolución de los recibos al gasto con tarjetas y mediante reintegros en el [Monitor de Consumo](#) y en el [Portal de Economía en tiempo real](#).

Impacto en las cuentas públicas de la extensión parcial de las medidas antiinflación en 2024

El Gobierno aprobó a finales de 2023 un decreto, convalidado por el Congreso en enero, para extender de forma parcial en 2024 las medidas económicas de apoyo para mitigar el impacto de la inflación que se implantaron en 2022-2023. Esta prórroga de algunas de las medidas tendrá un impacto al alza sobre el déficit público relativamente contenido, a la par que evitará el repunte brusco de la inflación que se hubiera producido con el vencimiento total de las medidas en enero de 2024. A continuación, damos el punto de situación de las cuentas públicas en España y el impacto de la extensión parcial de las medidas de apoyo a los hogares y al tejido productivo, evaluando su coste fiscal.

El déficit público en España: estado de la cuestión a inicios de 2024

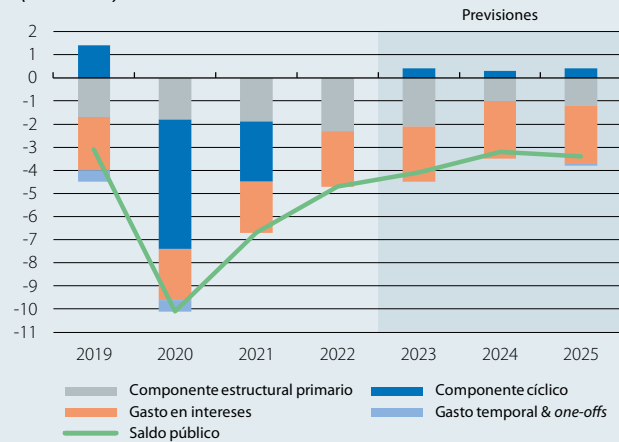
En los últimos años, España ha reducido de forma importante el déficit público tras la fuerte alza registrada en 2020 ante las políticas de apoyo para hacer frente a la pandemia (alcanzó el 10,1% del PIB). En 2023, se espera que se sitúe (el dato final lo sabremos en marzo) alrededor del 4,0% del PIB. De cara a 2024, el Plan Presupuestario de octubre, en un escenario inercial que no incorporaba nuevas medidas como la extensión parcial del plan de choque, situaba el déficit público en 2024 en el 3,0% del PIB, basado en la hipótesis de un aumento de los ingresos públicos del 5,8% interanual y del gasto público del 3,7%. Estas proyecciones no difieren mucho de las de la Comisión Europea. En concreto, la Comisión esperaba un déficit público antes de la extensión del plan de choque del 3,2% del PIB en 2024 y del 3,4% del PIB en 2025, que se explica principalmente por el déficit estructural –en 2024, un 1% de déficit estructural primario y un gasto de intereses del 2,5%–. En cambio, el saldo cíclico ya no presenta déficit tras el retorno de la economía española a su PIB potencial.

Las claves de la prórroga de medidas e impacto en cuentas públicas

En 2023, el Gobierno desplegó un plan de choque para mitigar la elevada inflación, con un coste fiscal de 15.000 millones de euros, que representó el 1% del PIB, según cuantificó AiREF. El plan estaba formado por una serie de descuentos fiscales en energía y alimentos que minoraron los ingresos públicos en 6.000 millones de euros y un conjunto de medidas de apoyo a particulares y al sector productivo –ayudas generalizadas para viajar en transporte público, financiación del límite de la tarifa de último recurso (TUR) del gas y un conjunto de ayudas secto-

España: saldo público

(% del PIB)



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

riales—¹, que aumentaron el gasto público en 9.000 millones de euros. Las previsiones de déficit público para 2024 presentadas en la sección anterior suponían que el plan de choque de 2023 decaía prácticamente en su totalidad el 1 de enero de 2024, lo que daba lugar a un ahorro de cerca de 15.000 millones este año. Sin embargo, a finales de diciembre, el Gobierno anunció una prórroga parcial de algunas de las medidas del plan de choque para 2024 que las Cortes aprobaron en enero. ¿Hasta qué punto esta extensión parcial implicará una desviación de los objetivos de déficit de 2024? Para responder a esta pregunta es clave analizar en detalle las nuevas medidas y evaluar su coste fiscal:

- En primer lugar, destaca la reversión parcial y escalonada a lo largo de 2024 de los recortes impositivos de la factura eléctrica que se adoptaron en 2022-2023. En el caso del gas, el 1 de enero, el IVA aumentó del 5% al 10% y volverá a aumentar después del 31 de marzo, para volver al tipo anterior a la adopción de medidas del 21%. En el caso del IVA sobre la electricidad, este también subió del 5% al 10% el 1 de enero, pero se mantendrá en el 10%² todo 2024 y no volverá al 21% hasta 2025. En cuanto al

1. Incluyeron: descuentos sobre combustibles para transportistas profesionales que usaran gasóleo; a agricultores y ganaderos, ayudas directas para los titulares de una autorización de transporte por el consumo estimado; ayudas directas a la agricultura por el encarecimiento de los fertilizantes; ayudas al sector pesquero y a la cerámica; ayudas sectoriales del Fondo Español de Garantía Agraria (FEGA) por la sequía...

2. La rebaja del IVA afecta a los consumidores con una potencia contratada inferior o igual a 10 kW. La práctica totalidad de hogares se beneficia de la disminución de este gravamen. El tipo del 10% en el IVA se aplicará también al 70% de los contratos de suministro de electricidad de empresas y negocios (no domésticos).

impuesto especial de electricidad (IEE), que desde septiembre de 2021 se redujo desde el 5,11%³ al mínimo legal del 0,5%, en 2024 aumentará de manera escalonada. La extensión parcial de estas rebajas fiscales detraerá cerca de 1.800 millones de ingresos en relación con una vuelta a los tipos normales en enero de 2024.

- En alimentos, se prorroga hasta el 30 de junio el IVA al 0% en alimentos básicos y al 5% en pastas. La gran novedad es que el IVA del aceite que estaba rebajado al 5% (su tipo normal es el 10%) vuelve a bajarse al 0%.⁴ Estas medidas detraerán cerca de 1.200 millones de ingresos públicos en relación con una vuelta a los tipos normales en enero de 2024.
- Por el lado del gasto, la financiación en la primera mitad de 2024 de los límites aplicados al crecimiento de la tarifa de último recurso de gas (TUR)⁵ podría tener un coste fiscal de 500 millones. Y en transporte público, se han extendido las medidas de 2023 a todo 2024. Se destinan 1.400 millones de euros a la gratuidad de Cercanías, Rodalies y Media Distancia para usuarios frecuentes, así como un 30% de descuento para el transporte público de titularidad autonómica y local.⁶

En definitiva, estimamos que el coste fiscal del conjunto de todas estas medidas podría ascender a cerca de 5.000 millones de euros, el 0,3% del PIB.

La extensión parcial del plan de choque implicará, por tanto, una presión al alza del déficit fiscal este año de unas 3 décimas en relación con las previsiones del Plan Presupuestario y de la Comisión, que suponían que no había una prórroga para este año, de tal forma que el déficit se situaría en torno al 3,3%-3,5% del PIB. Este impacto al alza sobre el déficit de 3 décimas se verá parcialmente compensado en 1 o 2 décimas por un crecimiento del PIB mayor de lo esperado hace unos meses; el crecimiento del PIB nominal en 2023 ha sido del 8,6%, superior a las previsiones (la Comisión Europea preveía un crecimiento del 7,7% y el Plan Presupuestario, del 8,3%) y el buen dato del 4T 2023 tendrá un efecto arrastre sobre el crecimiento de 2024. De esta forma, teniendo en cuenta el coste fiscal de la extensión y la incorporación de los últimos datos macro, el déficit en 2024 se situaría en el rango 3,1%-3,4% del PIB. En qué parte de este rango dependerá, entre otras cosas,

3. La base imponible es la factura de la luz determinada en función del consumo eléctrico y la potencia contratada.
4. Sin embargo, esta medida todavía no está en vigor; lo hará cuando el Congreso apruebe la enmienda al decreto que lo baja al 0%.
5. Impiden un incremento de coste de la materia prima por encima del 15%, limitando la subida trimestral aproximadamente al 5% así como la existencia de la TUR vecinal, a la que pueden acogerse las comunidades de propietarios con calefacción central de gas natural.
6. Independientemente, a diferencia del año pasado, de si las autoridades autonómicas/locales lo complementan con un descuento adicional del 20%.

España: impacto de la extensión parcial de las medidas antiinflación en 2024 en relación con una eliminación total en enero de 2024

	Impacto anual déficit (millones de euros)
Medidas de ingresos (menor recaudación)	
IVA electricidad: subida del 5% al 10% (tipo normal: 21%) todo 2024	-1.500
Impuesto especial electricidad: del 0,5% al 2,5% en el 1T, 3,8% en el 2T y luego, 5,11%	-200
IVA gas: del 5% al 10% en el 1T, 21% (previsiblemente) después	-50
IVA alimentos: hasta 30 de junio IVA esenciales y aceite 0%, hasta 5%	-1.200
Medidas de gasto (mayor gasto)	
Ayudas transporte	1.440
Financiación de la tarifa de último recurso (TUR) de gas natural	500

Fuente: CaixaBank Research, de acuerdo con una extrapolación del impacto en 2023.

de cuál sea la cifra con que cierre el déficit en 2023 o, dicho de otra manera, el punto de partida para 2024 y de si los presupuestos para este año acaban incorporando medidas adicionales.

Javier Garcia-Arenas

Indicadores de actividad y empleo

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Industria									
Índice de producción industrial	2,8	–	1,3	–1,8	–1,9	–	0,8	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	–0,8	–6,5	–4,5	–5,3	–8,2	–8,1	–9,5	–6,5	–5,2
PMI de manufacturas (valor)	51,0	48,0	50,1	48,5	47,3	45,9	46,3	46,2	49,2
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	15,4	–	–1,8	1,7	4,2	–	–1,1	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	29,0	–	10,2	3,5	–3,0	–	–9,4	...	...
Precio de la vivienda	7,4	3,9	3,5	3,6	4,5	...	–	–	–
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	129,8	–	90,7	40,6	21,8	...	19,2	...	...
PMI de servicios (valor)	52,5	53,6	56,3	56,0	50,9	51,2	51,0	51,5	52,1
Consumo									
Ventas comercio minorista	0,9	6,0	6,7	6,1	6,9	4,4	5,0	3,1	...
Matriculaciones de automóviles	–3,0	18,5	45,5	9,9	6,9	11,9	7,0	10,6	7,3
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	–26,5	–19,2	–22,5	–19,0	–16,1	–19,2	–19,4	–18,5	–18,8
Mercado de trabajo									
Población ocupada ¹	3,1	3,0	1,8	2,9	3,5	3,8	–	–	–
Tasa de paro (% de la población activa)	12,9	12,1	13,3	11,6	11,8	11,8	–	–	–
Afiliados a la Seguridad Social ²	3,9	–	2,5	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6
PIB	5,8	2,5	4,1	2,0	1,9	2,0	–	–	–

Precios

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
General	8,4	3,6	5,1	3,1	2,8	3,3	3,2	3,1	3,4
Subyacente	5,1	6,1	7,6	6,2	6,0	4,5	4,5	3,8	3,6

Sector exterior

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	22,9	–	20,5	12,3	4,5	–	0,5	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	33,4	–	24,0	10,7	–1,2	–	–5,5	...	...
Saldo corriente	8,2	–	22,1	28,2	35,2	–	36,4	...	...
Bienes y servicios	16,3	–	31,6	42,8	54,6	–	58,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	–8,1	–	–9,5	–14,6	–19,4	–	–21,6	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (–) de financiación	20,7	–	36,3	42,1	49,4	–	51,4	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros³

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	4,9	0,6	1,7	0,4	–0,3	0,4	0,3	1,0	...
A la vista y ahorro	7,9	–4,6	0,3	–4,0	–6,9	–7,7	–7,8	–7,5	...
A plazo y preaviso	–19,7	51,7	7,7	40,1	69,5	89,4	89,4	99,2	...
Depósitos de AA. PP.	9,6	8,7	7,4	6,8	11,3	9,4	13,6	0,6	...
TOTAL	5,2	1,1	2,1	0,8	0,5	1,0	1,2	1,0	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	–2,6	–0,9	–2,2	–3,4	–3,7	–3,8	–3,4	...
Empresas no financieras	0,9	–3,4	–1,0	–2,7	–4,6	–5,3	–5,6	–4,8	...
Hogares - viviendas	1,0	–2,6	–1,2	–2,4	–3,4	–3,3	–3,4	–3,2	...
Hogares - otras finalidades	–0,6	–0,3	–0,1	–0,4	0,0	–0,6	0,0	–0,6	...
Administraciones públicas	0,2	–3,4	–0,2	–3,3	–4,6	–5,5	–7,1	–3,6	...
TOTAL	0,7	–2,6	–0,9	–2,3	–3,4	–3,8	–4,0	–3,5	...
Tasa de morosidad (%)⁴	3,5	–	3,5	3,5	3,5	...	3,6	...	...

Notas: 1. Estimación EPA. 2. Datos medios mensuales. 3. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 4. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, el Ministerio de Fomento, el Ministerio de Empleo y Seguridad Social, el Instituto Nacional de Estadística, el Servicio Público de Empleo Estatal, Markit, la Comisión Europea, el Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y el Banco de España.

Renovado dinamismo de la economía portuguesa

La economía portuguesa creció un 2,3% en 2023. Los datos preliminares del PIB publicados por el INE indican una notable aceleración del crecimiento en el último trimestre de 2023, con un avance del 0,8% intertrimestral y del 2,2% interanual en el 4T 2023. De esta forma, el crecimiento en el conjunto de 2023 se situó en el 2,3%, 1 décima por debajo de la previsión de CaixaBank Research. El dinamismo del crecimiento trimestral se sustentó en una aceleración de la demanda interna, sobre todo del consumo privado, y en especial del gasto en bienes duraderos, según se deduce del tirón de las ventas de automóviles en los últimos meses del año. Por su parte, la demanda externa redujo su aportación negativa al crecimiento del PIB, gracias al buen desempeño de las exportaciones de servicios, especialmente del turismo, cuyo comportamiento en la temporada baja sorprendió positivamente. Los primeros indicadores conocidos referentes a enero muestran una evolución favorable, tanto de los indicadores sintéticos de actividad como de los de clima de confianza.

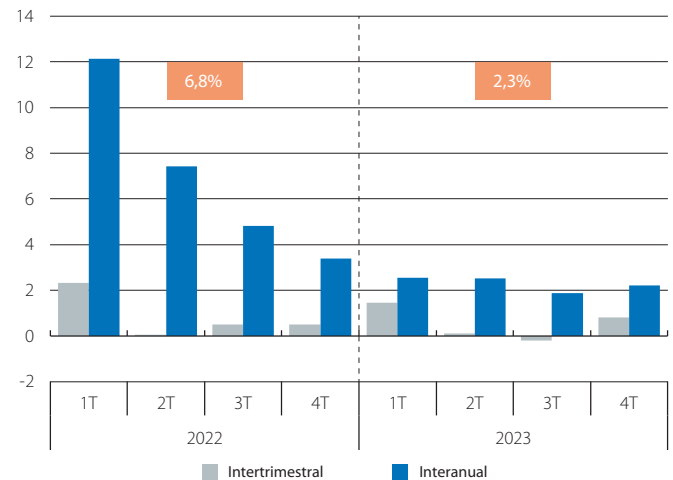
Repunte de la inflación en enero. La inflación general repuntó en enero hasta el 2,3% desde el 1,4% de diciembre. Este alza vino explicada por el aumento de la inflación de la electricidad, por comparación con la bajada de enero del año pasado y por el fin de la exención del IVA sobre algunos alimentos de primera necesidad. Sin embargo, la inflación subyacente siguió descendiendo hasta situarse en el 2,5% (vs. 2,6% del mes anterior). En 2024 no esperamos que la inflación para el conjunto del año se sitúe por debajo del 2%. Los precios de la energía, que fueron un importante factor de la moderación de la inflación en 2023, tendrán una contribución más residual.

Excelente año turístico en 2023. El número de visitantes superó por primera vez la barrera de los 30 millones, alrededor de un 2,5% por encima de la estimación de CaixaBank Research. Este dato sitúa la cifra de turistas en un nivel un 12% superior al año anterior a la pandemia. El Reino Unido siguió siendo el principal mercado emisor en 2023 (18,4% de las pernoctaciones de no residentes), si bien el mayor crecimiento se produjo en los turistas procedentes de Canadá y EE. UU. Para 2024 preveemos un nuevo crecimiento del sector, aunque más moderado, teniendo en cuenta tanto la ralentización de la actividad en los principales países emisores como del turismo interior de los residentes.

Fuerte mejora de las cuentas públicas. Los datos de ejecución mensual en la contabilidad pública apuntan a un superávit del 1,6% del PIB en 2023 (excluida la partida extraordinaria relacionada con el Fondo de Pensiones de la CGD), en contraste con el déficit del 1,4% en 2022. Este comportamiento se explica por el notable crecimiento de los ingresos (+12,1%) frente a un aumento más contenido de los gastos (+4,4%). Por su parte, la ratio de deuda pública se situó en el 98,7% del PIB (112,2% en 2022), la más baja desde 2010.

Portugal: PIB

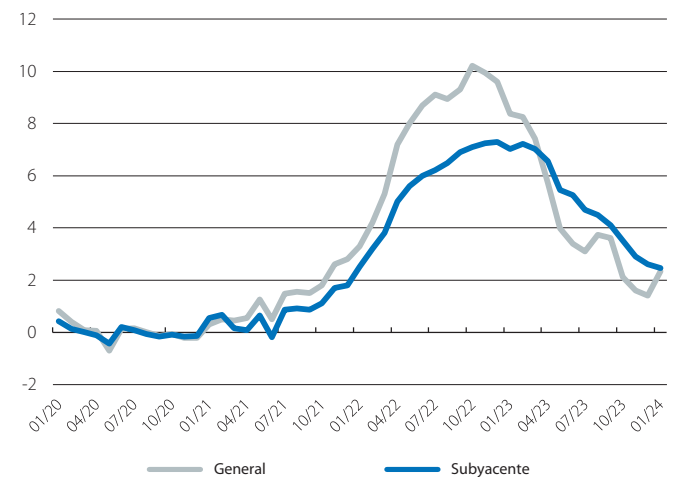
Variación (%)



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

Portugal: IPC

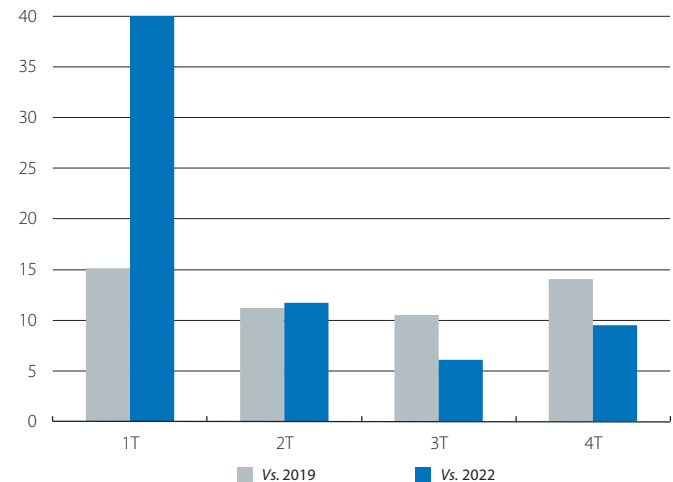
Variación interanual (%)



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

Portugal: número de huéspedes por trimestre

Variación en los trimestres de 2023 respecto al mismo periodo (%)



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

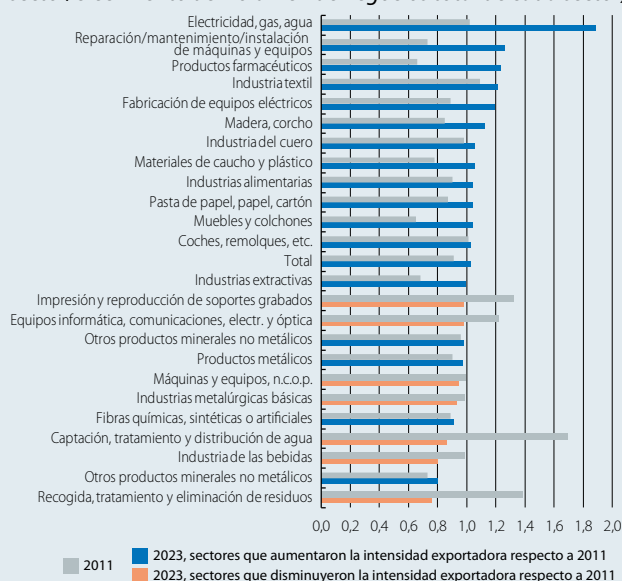
Las empresas portuguesas mantienen el impulso exportador

Desde la crisis de 2008, las empresas portuguesas se han volcado más hacia el mercado exterior. Tanto es así que, desde 2011, el crecimiento promedio anual de las exportaciones de bienes y servicios (excluido el turismo)¹ ha sido del 5,6% a precios corrientes. En este artículo, analizamos cómo la economía portuguesa ha sabido mantener el impulso exportador en la última década y cuáles son las principales características de sus exportaciones.

En primer lugar, en los últimos años han crecido con mayor intensidad los bienes y servicios que más se exportaban. Así, las 15 mayores categorías representan el 79% de las exportaciones totales en 2023, lo que supone 3 p. p. más que en 2011. Las categorías que más han aumentado su peso han sido los servicios informáticos, de I+D y los productos farmacéuticos. En sentido contrario evolucionaron las exportaciones de textiles, que han reducido su peso al 6% del valor exportado desde el 8% que representaba en 2011. Las ventas de maquinaria y aparatos eléctricos y material de transporte siguen ocupando las primeras posiciones, con el 12,1% y el 10,4%, respectivamente.

En segundo lugar, también ha aumentado la intensidad exportadora de la industria.² Entre 2011 y 2023, la facturación global del sector industrial creció alrededor del 25%, una cifra que se eleva al 40% en la destinada a los mercados exteriores, lo que se traduce en un incremento de 12 p. p. de la intensidad exportadora de la industria portuguesa. De hecho, en general, los sectores cuya intensidad exportadora ha mejorado han presentado una mejor evolución que aquellos cuya facturación depende más de la

Portugal: intensidad exportadora de la industria (Crecimiento del volumen de negocios en el extranjero de cada sector/crecimiento del volumen de negocios total de cada sector)

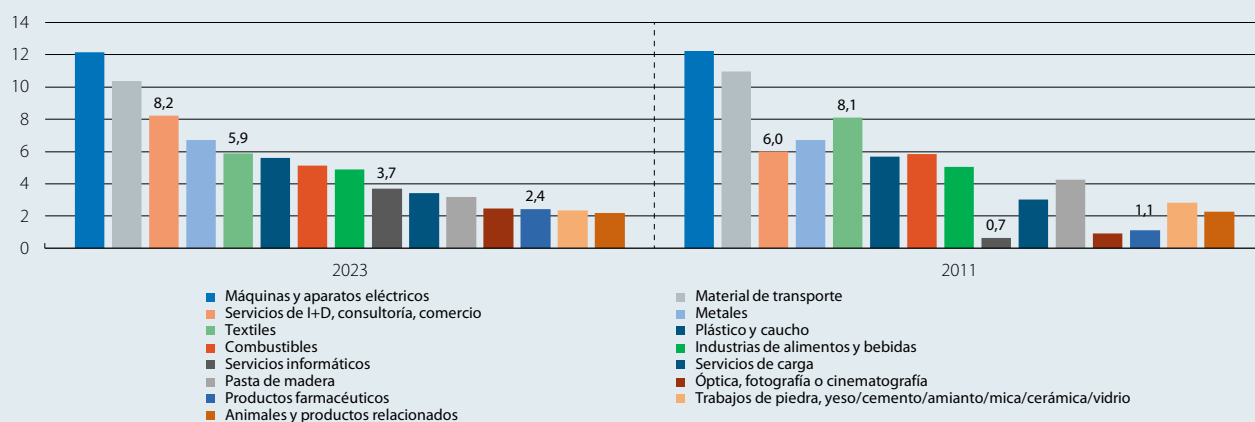


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

actividad interna. Por sectores, destacan las *utilities*, con un elevado peso en la facturación total (15%), pero también se registraron incrementos muy significativos en sectores más pequeños, como el farmacéutico y la reparación, el mantenimiento y la instalación de equipos y maquinaria. Estos dos segmentos, que solo representan, respectivamente, el 1,3% y el 1,6% de la facturación global, registraron incrementos notables de su negocio en los mercados internacionales, tal y como se recoge en el segundo gráfico.

Portugal: estructura de las exportaciones de bienes y servicios (sin turismo)

Exportaciones de cada sector sobre el total de exportaciones (%)



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

1. Del análisis de este artículo, eliminamos el epígrafe de viajes y turismo y el de transporte de pasajeros.

2. La intensidad exportadora se calcula como la ratio entre el volumen de negocio en los mercados exteriores respecto a la cifra de negocio total de cada sector.

Portugal: exportaciones de bienes y servicios (sin turismo) por país de destino

Millones de euros	2011	2023	Crecim. anual promedio (%)	Peso de las export. (%)		2011	2023	Crecim. anual promedio (%)	Peso de las export. (%)
España	11.222	21.238	5,5	22,1	Irlanda	329	1.580	14,0	1,6
Francia	5.920	11.971	6,0	12,5	Polonia *	372	1.056	9,1	1,1
Alemania	6.405	10.566	4,3	11,0	Suecia *	407	992	7,7	1,0
Reino Unido	3.286	7.009	6,5	7,3	Marruecos *	354	914	8,2	1,0
EE. UU.	1.908	6.607	10,9	6,9	Turquía *	276	845	9,8	0,9
Países Bajos	2.005	3.635	5,1	3,8	China *	330	715	6,7	0,7
Italia	1.819	3.569	5,8	3,7	Rumanía *	215	604	9,0	0,6
Bélgica	1.568	2.545	4,1	2,7	Rep. Checa *	276	592	6,6	0,6
Brasil	1.108	2.040	5,2	2,1	Eslovaquia *	84	528	16,6	0,6
Suiza	819	1.741	6,5	1,8	Luxemburgo	172	499	9,3	0,5
Angola	2.812	1.719	-4,0	1,8					
Exportaciones de bienes y servicios						49.662	95.972	5,6	

Nota: * No hay información sobre los servicios, solo exportación de bienes.

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

Como resultado de la mayor intensidad exportadora, también ha aumentado el peso de las exportaciones en el PIB luso. Considerando únicamente las exportaciones sin actividad turística, estas representaron el 35% del PIB en 2023, es decir, 8 p. p. más que en 2011, impulsadas en gran medida por las de bienes, pero también con una contribución nada despreciable de las exportaciones de servicios, destacando entre ellas los servicios informáticos, los de comunicación y la I+D, que en términos medios anuales crecieron un 14,4% en el periodo analizado.

Finalmente, en cuanto a los principales destinos de las exportaciones portuguesas, cabe señalar que los cinco primeros (España, Francia, Alemania, Reino Unido y EE. UU.) no han variado desde 2011, aunque sí que ha habido cambios de posición entre ellos y hay signos de mayor penetración en mercados más pequeños, como Irlanda, Polonia y Suecia. Destacan particularmente los casos de Irlanda, Alemania y EE. UU., donde las exportaciones de tecnología, servicios informáticos y de información anotaron importantes crecimientos anuales, del 32%, el 24% y el 18%, respectivamente. Dentro del ámbito de bienes exportados, destacan los productos farmacéuticos, con un crecimiento promedio anual del 13%. En este caso, sobresalen los mercados norteamericano, irlandés, polaco e italiano, con crecimientos promedios anuales del 37%, 34%, 28% y 17%, respectivamente (véase la primera tabla).

Teresa Gil Pinheiro

Portugal: exportaciones

	Millones de euros		% del PIB		Var. en p. p.
	2011	2023	2011	2023	
Bienes	39.554	71.852	22,5	27,4	4,9
Servicios	17.681	47.834	10,0	18,2	8,2
Sin turismo	10.108	24.121	5,7	9,2	3,4
Sin turismo ni transporte de pasajeros	7.782	19.579	4,4	7,5	3,0
Bienes y servicios	57.235	119.685	32,5	45,6	13,1
Bienes y servicios sin turismo	49.662	95.972	28,2	36,5	8,3
Bienes y servicios sin turismo ni transporte de pasajeros	47.336	91.431	26,9	34,8	7,9

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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Índice coincidente de actividad	5,8	3,4	3,7	3,7	3,4	2,8	2,6	2,9	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,4	...	1,0	-5,0	-4,6	...	-1,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,4	-7,4	-5,0	-5,6	-9,4	-9,5	-9,1	-9,2	-8,2
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,2	...	9,3	0,5	7,5	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	1,3	...	-20,8	-22,9	-18,9	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	13,8	9,1	12,9	9,1	8,1	6,4	5,6	5,3	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	117,2	52,6	24,9	19,1	21,1	19,1	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	15,1	7,5	11,1	13,4	5,8	-0,2	-1,0	1,1	5,1
Consumo									
Ventas comercio minorista	4,8	...	1,7	3,0	1,5	...	2,3	...	...
Indicador coincidente del consumo privado	3,9	2,3	2,1	2,8	2,7	1,8	1,6	1,7	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-35,1	-29,4	-22,8	-27,2	-28,2	-28,2	-26,9
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	...	1,4	2,8	2,2	...	1,7	1,8	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,2	...	7,2	6,1	6,1	...	6,6	6,6	...
PIB	6,8	2,3	2,5	2,6	1,9	...	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
General	7,8	4,4	8,0	4,4	3,5	1,7	1,5	1,4	2,3
Subyacente	5,6	5,1	7,1	5,7	4,4	3,0	2,9	2,6	2,5

Sector exterior

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	23,2	...	21,6	11,8	3,0	...	-0,4	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	31,7	...	24,5	12,5	1,1	...	-3,0	...	...
Saldo corriente	-2,8	...	-1,2	1,5	4,1	...	4,3	...	...
Bienes y servicios	-4,7	...	-2,8	-0,3	2,1	...	3,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,9	...	1,6	1,9	2,0	...	1,3	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-0,5	...	1,5	4,5	7,3	...	7,7	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	11/23	12/23	01/24
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	6,4	-2,3	0,5	-2,1	-2,6	-2,3	-1,9	-2,3	...
A la vista y ahorro	7,3	-14,8	-3,1	-9,0	-9,4	-14,8	-12,0	-14,8	...
A plazo y preaviso	5,2	14,8	5,4	7,5	6,9	14,8	11,9	14,8	...
Depósitos de AA. PP.	12,4	-12,4	11,1	1,4	5,5	-12,4	0,4	-12,4	...
TOTAL	6,5	-2,5	0,8	-2,0	-2,4	-2,5	-1,8	-2,5	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	1,7	-1,4	0,0	-1,2	-1,8	-1,4	-2,0	-1,4	...
Empresas no financieras	-0,6	-1,9	-2,1	-3,5	-3,5	-1,9	-3,8	-1,9	...
Hogares - viviendas	3,2	-1,4	1,5	0,1	-0,9	-1,4	-1,2	-1,4	...
Hogares - otras finalidades	2,9	0,2	0,0	0,4	-0,8	0,2	-0,2	0,2	...
Administraciones públicas	-2,7	-5,5	-2,0	0,6	-1,4	-5,5	-0,5	-5,5	...
TOTAL	1,6	-1,5	-0,1	-1,1	-1,8	-1,5	-2,0	-1,5	...
Tasa de morosidad (%) ²	3,0	...	3,1	3,1	2,9	...	-	-	-

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

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

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

Te recomendamos:

Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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



Monitor de consumo

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



Flash de divisas

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



Informe Sectorial de Turismo 1S 2024

Tras el fuerte bache que supuso la pandemia para el sector, la recuperación del turismo internacional en España se puede dar por prácticamente completada. Entre los 10 principales receptores mundiales de turismo, España ha sido el segundo destino en superar el número de turistas internacionales pre-COVID.



Informe Sectorial Agroalimentario 2023

El sector agroalimentario español está sufriendo los efectos de la sequía prolongada y la fuerte alza de los costes de producción. Aun así, el sector ha mostrado una tendencia de crecimiento moderado que prevemos que se mantenga en los próximos trimestres.



Informe Sectorial Inmobiliario 2S 2023

El mercado inmobiliario español se está desacelerando, aunque a un ritmo más suave de lo esperado, y sigue contando con importantes apoyos pese a que seguimos esperando un ajuste de las compraventas y una ralentización del crecimiento del precio de la vivienda.



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2024

© Banco BPI, 2024

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

