

IM03

INFORME MENSUAL

NÚMERO 498 | MARZO 2025



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

Las políticas de Trump, el principal interrogante de los escenarios económicos globales

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Inflación en China: ¿hacia dónde reptará la serpiente?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Nuevo escenario económico: optimismo prudente en un contexto de incertidumbre

Excelentes registros del sector exterior en 2024

DOSSIER: LA CAPACIDAD TRANSFORMADORA DEL NGEU Y DE OTROS PLANES DE ESTÍMULO FISCAL

Fondos NGEU: ¿cuál es su estado de implementación a nivel europeo?

Fondos NGEU: qué podemos decir sobre su impacto y desafíos de futuro

Cómo están yendo en España los fondos NGEU: pan para hoy y esperanzas para mañana

Más allá del NGEU: inversiones en Europa para adaptarse y sobrevivir a los nuevos tiempos

EE. UU.: un modelo de transformación económica muy distinto al de Europa

INFORME MENSUAL**Marzo 2025**

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

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández

Economista jefe

José Ramón Díez

Director de Economías y

Mercados Internacionales

Oriol Aspachs

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

David Martínez Turégano y

Nuria Bustamante

Coordinadores del *Informe Mensual***Javier García-Arenas**

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)
[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)
[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)
[e-mercados/mercados-financeiros](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

6 de marzo de 2025

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

- 9 *Las políticas de Trump, el principal interrogante de los escenarios económicos globales*

Rita Sánchez Soliva

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 14 *Inflación en China: ¿hacia dónde reptará la serpiente?*

Luís Pinheiro de Matos

18 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 20 *Nuevo escenario económico: optimismo prudente en un contexto de incertidumbre*

Oriol Carreras Baquer y Zoel Martín Vilató

- 22 *Excelentes registros del sector exterior en 2024*

Anna Bahi Esteba y Sergio Díaz Valverde

25 ECONOMÍA PORTUGUESA**27 DOSSIER: LA CAPACIDAD TRANSFORMADORA DEL NGEU Y DE OTROS PLANES DE ESTÍMULO FISCAL**

- 27 *Fondos NGEU: ¿cuál es su estado de implementación a nivel europeo?*

David Martínez Turégano

- 29 *Fondos NGEU: qué podemos decir sobre su impacto y desafíos de futuro*

David Martínez Turégano

- 31 *Cómo están yendo en España los fondos NGEU: pan para hoy y esperanzas para mañana*

Javier García-Arenas

- 33 *Más allá del NGEU: inversiones en Europa para adaptarse y sobrevivir a los nuevos tiempos*

Rita Sánchez Soliva

- 35 *EE. UU.: un modelo de transformación económica muy distinto al de Europa*

Isabela Lara White

Los límites de la incertidumbre

La economía española crece a buen ritmo, más de lo esperado, y ello lleva a CaixaBank Research a revisar al alza las previsiones de crecimiento para 2025, del 2,3% al 2,5%. A pesar de la buena noticia, el foco no está en la mejora de las previsiones, sino en la incertidumbre que las rodea. Hace años que todo artículo que repasa la actualidad económica está repleto de referencias a la incertidumbre. A veces utilizamos esta palabra como una coletilla para salvaguardarnos de los errores que inevitablemente cometeremos. Pero el nivel de incertidumbre fluctúa a lo largo del tiempo y actualmente ha vuelto a aumentar.

A pesar de todo, cabe remarcar que la economía española cerró 2024 con un crecimiento del 3,2%, más de 1,5 p. p. por encima de lo esperado hace un año y en un contexto económico global que no fue especialmente favorable. Además, los primeros indicadores disponibles para 2025 apuntan a que el ritmo de avance no flojea. El crecimiento del empleo se mantiene dinámico, el consumo de los hogares también y otros indicadores de actividad siguen apuntando a ritmos de crecimiento similares a los de 2024. A todo ello previsiblemente se irá sumando la reducción de los tipos de interés y la moderación de la inflación, que deberían ayudar a que la dinámica de fondo de la economía siga siendo positiva. Si lo traducimos a cifras concretas, el mensaje se torna claramente positivo. La incorporación de los últimos datos de crecimiento, superiores a lo esperado por CaixaBank Research, hubiera llevado el crecimiento previsto para 2025 del 2,3% al 2,7%. Si a ello añadiéramos la buena dinámica que presentan los últimos indicadores, la revisión al alza del crecimiento de este año incluso hubiera podido ser superior.

Sin embargo, el contexto internacional invita a la prudencia. La política arancelaria de la nueva Administración estadounidense y, sobre todo, la incertidumbre que genera su errática evolución erosionarán la capacidad de crecimiento de la economía española. La exposición directa e indirecta a la economía estadounidense es limitada, por lo que el impacto de un aumento de los aranceles como el que se está planteando no debería ser superior a unas pocas décimas de PIB. De hecho, en función de la evolución del tipo de cambio y de la capacidad de adaptar el destino de las exportaciones españolas, el impacto macroeconómico directo podría acabar siendo prácticamente negligible. En definitiva, el temor no proviene del impacto directo del aumento de los aranceles, sino de la imprevisibilidad de la nueva Administración americana y, sobre todo, de las implicaciones de las nuevas relaciones políticas y económicas entre EE. UU. y los países europeos, que es difícil imaginar cómo serán, pero no parece que vayan a ser positivas para nadie. Esta es la principal fuente de incertidumbre.

De momento, los indicadores de incertidumbre de política económica se han disparado a nivel global, superando los niveles máximos alcanzados durante la pandemia. El repunte es especialmente importante en los países directamente afectados por la batalla comercial con EE. UU., como México y Canadá, pero en Europa también han aumentado de forma importante, y en varios países ya se encuentran por encima de los máximos alcanzados durante la crisis financiera, en 2012, y no están lejos de los niveles alcanzados durante la pandemia. El escenario de previsiones de CaixaBank Research es compatible con un repunte acotado en el tiempo de la incertidumbre. Si esta situación se prolonga más allá de unos meses, podría afectar de forma importante a la economía global y, muy en particular, a la propia economía americana. El repunte de las expectativas de inflación junto con un nuevo debilitamiento de la economía podría volver a tensionar las condiciones financieras, especialmente en un contexto de valoraciones bursátiles ya muy ajustadas. A diferencia de la crisis financiera o de la pandemia, esta vez el motor que genera la incertidumbre tiene nombre y apellidos, y en el fondo le interesa que la economía americana no descarrile.

En positivo, si la incertidumbre retrocede, las perspectivas pueden mejorar de forma significativa. Los anuncios recientes de Alemania para flexibilizar sus reglas fiscales y de las propuestas de la Comisión Europea para acomodar un incremento del gasto europeo en seguridad también son positivos para la confianza y apoyarán una mejora de la actividad a corto y medio plazo. En este contexto, España podría incluso volver a crecer a tasas cercanas al 3%.

Oriol Aspachs
Marzo 2025

Cronología

FEBRERO 2025 1 Trump firma las primeras órdenes ejecutivas con medidas de proteccionismo comercial sobre China, Canadá y México. 10-11 Cumbre de Acción sobre Inteligencia Artificial en París, con la participación de Gobiernos, organizaciones y empresas de más de 100 países.

Agenda

MARZO 2025 3 Eurozona: avance del IPC (febrero). 4 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (febrero). 6 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. 14 España: <i>rating</i> S&P. Portugal: <i>rating</i> Fitch. 17 España: encuesta trimestral de coste laboral (4T). 18-19 Comité de Mercado Abierto de la Fed. 20-21 Consejo Europeo. 21 Portugal: precios de la vivienda (4T). 25 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (4T). 26 España: desglose del PIB (4T). Portugal: desglose del PIB (4T). 27 Portugal: ratio de morosidad (4T). 28 España: avance del IPC (marzo). España: <i>rating</i> Moody's. Eurozona: índice de sentimiento económico (marzo). 31 Portugal: avance del IPC (marzo). Portugal: producción industrial (febrero). Portugal: empleo y desempleo (febrero).
--

Los tiempos están cambiando

El potencial disruptivo de los cambios en el orden geopolítico y comercial que tenemos encima de la mesa excede la capacidad predictiva de los modelos económicos y dificulta la toma de decisiones por parte de los agentes económicos. El mundo era más sencillo para los economistas y los mercados cuando la inflación, los movimientos de los bancos centrales o las variables fiscales eran los catalizadores de las decisiones de inversión, consumo y ahorro. Ahora que la geopolítica y las políticas comerciales acaparan el protagonismo, aumenta exponencialmente la dificultad para interiorizar, cuantificar y traducir en escenarios económicos y financieros las novedades que se producen en ambas esferas diariamente. Solo en las últimas semanas hemos asistido en vivo y en directo al enquistamiento de las relaciones entre EE. UU. y Ucrania (con congelación de la ayuda militar y de inteligencia), a la respuesta de la UE con un programa de gasto en defensa impensable solo hace unos meses (800.000 millones de euros), a la reforma del freno de deuda en Alemania impulsada por la nueva coalición de gobierno (junto a un programa de gasto en infraestructuras de 500.000 millones) y a un recrudecimiento de la guerra comercial, con los aranceles moviéndose a una velocidad que hace difícil anticipar cuál será el punto de llegada cuando todo haya terminado. De momento, el minuto y resultado nos llevaría a un arancel efectivo medio aplicado por EE. UU. de casi un 10%, triplicando los niveles existentes antes de Trump hasta máximos desde 1943. Por tanto, el viejo aforismo de que cada época se hace las preguntas que puede responder, ha quedado totalmente superado tras los primeros 50 días de una Administración estadounidense que busca redefinir el papel de la principal potencia económica del mundo, con una estrategia manifiestamente mejorable.

La concatenación de *shocks* de oferta y de demanda que llevan aparejados los anuncios de las últimas semanas van a alterar los equilibrios de crecimiento e inflación, con la variable expectativas modulando los efectos que se desplegarán a través de los canales comerciales y financieros. El mayor riesgo es una ampliación de las divergencias regionales y sectoriales y un aumento de la volatilidad en los mercados financieros que pueda desencadenar episodios de inestabilidad. En este contexto, tanto los agentes económicos como los mercados están respondiendo de forma templada a las perturbaciones, aunque a corto plazo iremos percibiendo algo de ruido en los datos económicos, tanto por la anticipación de decisiones de exportadores e importadores y sus efectos en existencias como por la reconsideración de proyectos de inversión (la incerti-

dumbre suele ser mala compañera de la planificación). La clave es que las tensiones arancelarias sean contenidas y, sobre todo, que el nuevo marco comercial quede fijado rápidamente para reducir el potencial disruptivo de la desconfianza.

De momento, solo empieza a percibirse un ligero deterioro en las encuestas en EE. UU., tanto por un descenso de la confianza de los consumidores que ya se ha reflejado en una caída de las ventas minoristas en enero como en una subida de las expectativas de inflación; además de una ampliación del déficit comercial en casi un 25% en el primer mes del año por un incremento de importaciones previo al establecimiento de aranceles. Todo lo anterior anticiparía un enfriamiento de la actividad en el 1T. Nada que no pueda revertirse en los próximos meses, pero sí una señal de los riesgos que supone cambiar las reglas del juego de forma desordenada, ya sea en las relaciones comerciales o en el funcionamiento de la Administración pública. Tampoco en los mercados financieros, en medio de una sensación de calma tensa, se detectan cambios relevantes en las tendencias desde principios de año, más allá de una lógica reducción del apetito por el riesgo y un debilitamiento del dólar. La confianza en la capacidad de los bancos centrales para compensar posibles distorsiones en inflación y crecimiento supone una garantía para los inversores, aunque se ha producido algún aviso para navegantes en los mercados de deuda pública, como la mayor subida diaria de la rentabilidad del bono alemán en el último cuarto de siglo (+30 p. b.) tras el anuncio de la reforma del freno de deuda y la publicación del plan de aumento de inversión pública.

De cara a los próximos meses, el listado de temas pendientes con alto impacto potencial sobre la economía es muy importante. Desde la capacidad de Europa para movilizar los fondos anunciados en la primera semana de marzo y adaptar el Pacto de Estabilidad recientemente revisado a la nueva realidad geopolítica, hasta el margen del Tesoro americano para poner en práctica una política fiscal expansiva equilibrada, pasando por la flexibilidad de los bancos centrales para mantener a raya las expectativas de inflación o la resiliencia de las cadenas de valor al nuevo entorno comercial. Aunque por encima de todo, lo más importante será gestionar de forma justa la tregua en la guerra en Ucrania y renegociar de forma equilibrada las relaciones comerciales y de defensa entre EE. UU. y Europa. Un reflejo de que los tiempos están cambiando y toca adaptarse con la máxima premura posible.

José Ramón Díez

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	4,00	3,75
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	4,07	3,85
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	4,01	3,93
Deuda pública 2 años	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	4,35	4,10
Deuda pública 10 años	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,80	4,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	1,75	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	1,90	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,70	2,06
Euríbor 1 mes	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,74	2,10
Euríbor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	1,76	2,11
Euríbor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	1,91	2,14
Euríbor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,09	2,18
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,87	1,96
Deuda pública 10 años	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,00	2,15
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,41	2,58
Deuda pública 5 años	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,52	2,72
Deuda pública 10 años	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	2,70	2,95
Prima de riesgo	11	164	85	98	68	70	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	1,95	2,10
Deuda pública 5 años	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,16	2,36
Deuda pública 10 años	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,55	2,85
Prima de riesgo	19	314	82	63	46	55	70
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,02	1,08
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,81	0,80
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	158,00	154,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	73,5	69,2
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	72,1	64,0

Previsiones

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

Economía internacional

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

Previsiones

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

Economía española

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

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

Previsiones

Economía portuguesa

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

Previsiones

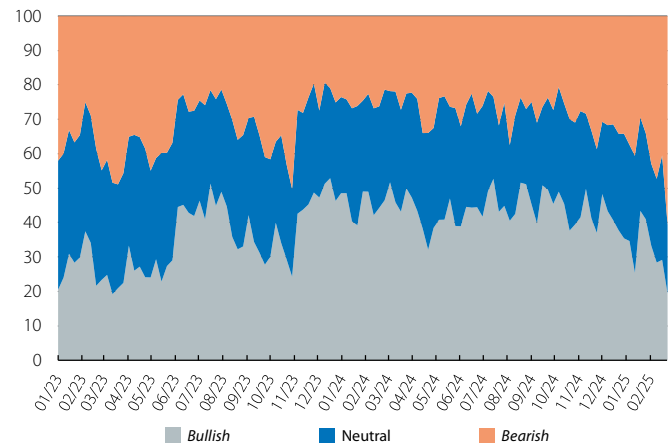
Elevada volatilidad en un nuevo entorno geopolítico

Cambio en el sentimiento inversor. El inicio de 2025 ha traído un cambio en el foco de los mercados financieros, que se afianzó en el último mes de febrero. Los inversores han desplazado su atención desde los bancos centrales, el principal *driver* de los mercados en 2024, hacia un entorno de elevado riesgo geopolítico, con el «efecto Trump» como catalizador clave. La incertidumbre derivada de su política comercial y los recortes de gasto en el Gobierno federal, que afectaron la confianza empresarial y de los consumidores (véase la [Coyuntura internacional](#)), comenzó a reforzar la narrativa de que el crecimiento de la economía de EE. UU. se moderará en los próximos trimestres y propició una rotación *risk-off* en los activos de riesgo estadounidenses a medida que el apetito por el riesgo fue disminuyendo. En la eurozona, los mercados navegan la incertidumbre comercial en medio de novedades en la guerra en Ucrania, que incluyen un cambio de postura por parte de EE. UU., una posible negociación para el fin del conflicto y una intensificación en la presión a la eurozona para aumentar el gasto de defensa, a la vez que Alemania celebró elecciones y entró en una nueva fase de negociaciones para formar gobierno. El panorama geopolítico pasa así a tomar protagonismo en los mercados financieros, y la elevada incertidumbre ha conllevado un aumento en la volatilidad.

Los bancos centrales avanzan a diferentes ritmos. Febrero fue un mes de poca actividad de bancos centrales. La principal reunión fue la del Banco de Inglaterra, que recortó el tipo de interés de referencia al 4,50%, la tercera bajada de 25 p. b. desde agosto, y el Comité de política monetaria destacó el enfoque gradual en las futuras bajadas de tipos. Esta misma cautela es la que guía la estrategia de la Fed, como muestran las actas de su última reunión de enero, en la que los miembros del FOMC destacaron la elevada incertidumbre y el riesgo de una inflación más persistente. Factores como posibles cambios en políticas comerciales y migratorias fueron señalados como riesgos clave. Sin embargo, en las últimas sesiones del mes, los mercados han empezado a descontar la probabilidad de que la Fed prosiga con más bajadas de lo anticipado anteriormente si la actividad se debilitara, como sugieren los recientes indicadores de confianza. Del lado del BCE, las expectativas se mantienen en que el tipo *depo* alcanzará el 2% en verano, para mantenerse así a lo largo de la segunda mitad del año en torno a los niveles estimados como neutrales.

Los tipos de interés soberanos reflejan las incertidumbres económicas y políticas. En la eurozona, por un lado, las expectativas de un BCE más acomodaticio y el retraso de los aranceles a la UE por parte de Trump presionaron a la baja los rendimientos, pero, por otro lado, la creciente presión para aumentar el gasto en defensa sirvió como fuerza alcista. Así, las rentabilidades de la eurozona experimentaron movimientos de ida y vuelta en el mes para finalmente acabar con ligeras caídas. En EE. UU., el sentimiento de aversión al riesgo dirigió flujos hacia los *treasuries* como activo refugio, presionando a la baja las rentabilida-

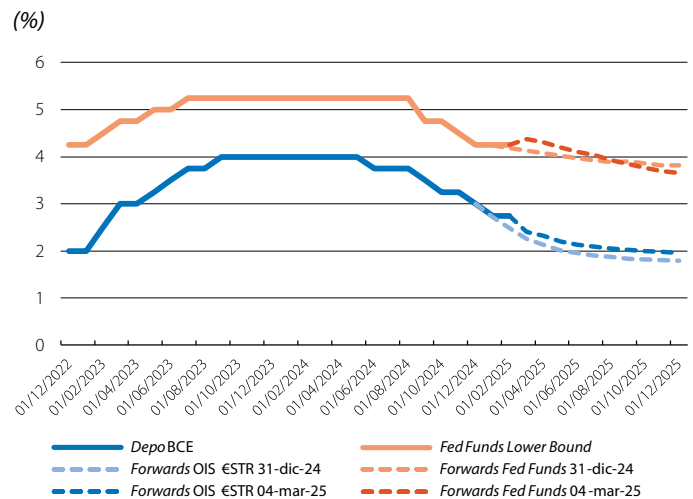
EE. UU.: sentimiento del mercado (% de inversores)



Nota: Porcentaje de inversores que responden a la encuesta de American Association of Individual Investors sobre su sentimiento: optimista (bullish), neutral o pesimista (bearish).

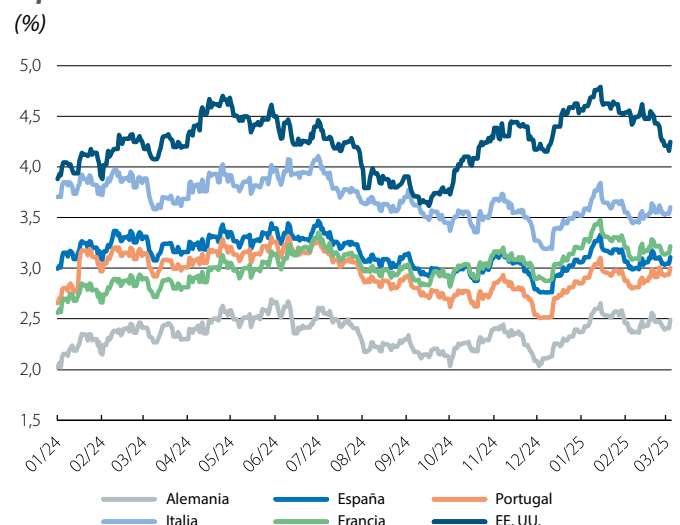
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la American Association of Individual Investors.

Expectativas del mercado sobre los tipos de intervención



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE, de la Fed y de Bloomberg.

Tipos de interés soberanos a 10 años



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

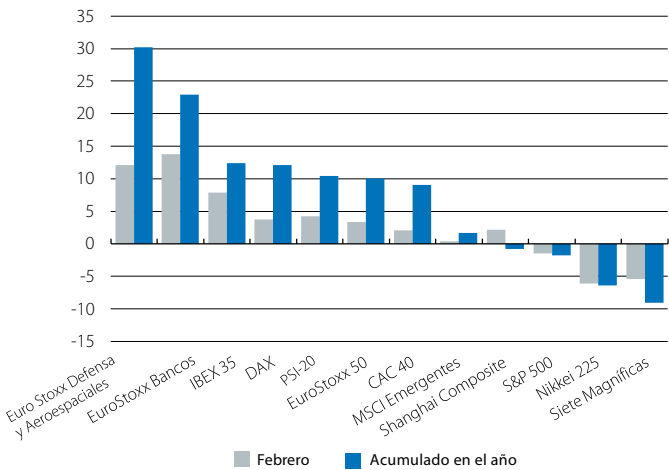
des, que vieron caídas de hasta 30 p. b. en el tramo largo de la curva, impulsadas principalmente por la caída de los tipos reales (el tipo de interés nominal de un bono soberano puede descomponerse como la suma del tipo de interés real más la inflación esperada, *break-even inflation*). Esto sugiere que los mercados comienzan a descontar un entorno de menor crecimiento y mayor inflación, en el que todavía queda por esclarecer las futuras políticas fiscales y su efecto en el déficit y la deuda.

La renta fija europea surge como líder. En línea con el tono *risk-off* del mes, las bolsas estadounidenses cerraron febrero con pérdidas y, en el momento de esta publicación, ya habrían borrado por completo las ganancias del *rally* poselectoral. Por sectores, los de tecnología y consumo discrecional (ambos de naturaleza cíclica) han sido los de peor desempeño. En contraste, los principales índices de la eurozona han mostrado un desempeño muy superior, con ganancias superiores al 10% en el año para los principales índices bursátiles de la región. El mayor propulsor del repunte ha sido el sector de defensa (+30%), dado el nuevo contexto geopolítico, aunque también los bancos (+26%) han sido un catalizador tras una buena temporada de resultados. Además, el mejor desempeño de las bolsas europeas frente a las de EE. UU. se da en un contexto de elevadas valoraciones relativas en EE. UU., que hace a sus mercados más vulnerables a sorpresas macroeconómicas negativas. Mientras que, en la eurozona, donde las valoraciones habían estado deprimidas en relación con las de EE. UU., el margen de repunte es mayor.

El euro se fortalece. El euro cerró el mes con ganancias frente al dólar, llegando a cotizar cerca de 1,06 dólares, por encima de los 1,03 dólares observados a principios de febrero. El retraso de aranceles a la UE, un posible acuerdo en Ucrania y un deterioro en las perspectivas macro de EE. UU. han sido todas fuerzas apreciadoras para la divisa. También el yen se apreció frente al dólar ante mayores expectativas de que el Banco de Japón continúe subiendo los tipos de interés (la inflación repuntó en enero nuevamente). En sentido contrario, tanto el peso mexicano como el dólar canadiense se depreciaron a finales de mes tras la confirmación del presidente Trump de la reinstauración de los aranceles del 25% sobre las importaciones procedentes de ambos países.

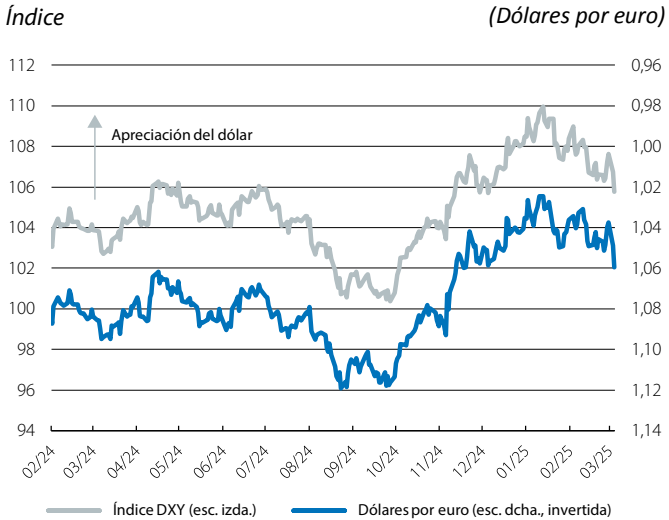
El mes del oro. La incertidumbre arancelaria se ha trasladado también a los mercados de materias primas y ha provocado un repunte generalizado en los precios, además de que han incentivado las compras adelantadas, ejerciendo aún más presión al alza. El precio del oro, activo refugio por excelencia, ha repuntado notablemente y acumula ganancias de casi un 10% en el año, que se añaden a las ganancias de 2024, reflejo de la incertidumbre económica y geopolítica. Por otro lado, la energía se ha movido en sentido contrario. Los precios del gas natural han caído notablemente ante la expectativa de una resolución del conflicto en Ucrania y los precios del crudo, ante la incertidumbre de la ralentización de la demanda en EE. UU. Además, la OPEP y sus aliados confirmaron su propósito de comenzar a revertir los recortes de producción de petróleo a partir de abril, tras más de dos años de reducción de la oferta, ejerciendo presión a la baja en los precios.

Desempeño de índices bursátiles (%)



Nota: Acumulado en el año hasta 04/03/2025.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Desempeño del dólar



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

Materias primas: precios

	Medida	Precio	Variación (%)			
			Último mes	En el año	2023	2024
Commodities	Índice	103,6	1,3	4,9	-12,6	0,1
Energía	Índice	31,3	4,8	6,3	-25,6	-3,9
Brent	\$/barril	73,1	-4,8	-2,1	-10,3	-3,1
Gas natural (Europa)	€/MWh	45,2	-15,1	-7,6	-57,6	51,1
Metales preciosos	Índice	286,2	0,3	7,5	4,1	19,0
Oro	\$/onza	2.857,8	2,1	8,9	13,1	27,2
Metales industriales	Índice	145,8	2,9	3,9	-13,7	-1,6
Aluminio	\$/Tm	2.632,5	1,2	3,2	0,3	7,0
Cobre	\$/Tm	9.389,5	3,2	7,1	2,2	2,4
Agricultura	Índice	58,9	-1,1	3,3	-9,3	-8,7
Trigo	\$/bushel	546,8	-2,3	-0,9	-20,7	-12,2

Nota: Precios a 28/02/2025.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Las políticas de Trump, el principal interrogante de los escenarios económicos globales

La elaboración de escenarios en economía dista mucho de ser una ciencia exacta y las previsiones que se elaboran siempre están sujetas a cierto margen de error. Sin embargo, el contexto actual es especialmente desafiante, ya que este segundo mandato de Trump parece más impredecible, generando más incertidumbre económica y volatilidad financiera. De hecho, en menos de un mes, Trump ha firmado más de 60 órdenes ejecutivas, el triple que las firmadas en los 100 primeros días de su primer mandato y casi el doble que Biden en el mismo intervalo de tiempo, medidas que se han centrado, sobre todo, en el control de la inmigración y en el incremento de aranceles.

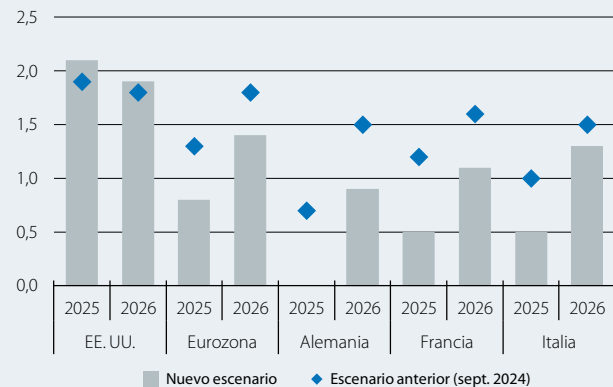
Trump utiliza los aranceles como herramienta de negociación, siguiendo un patrón similar al de su primer mandato: anuncia medidas contundentes, firma la orden ejecutiva y luego pospone su aplicación para abrir negociaciones, que en algunos casos pueden llevar a reducir o eliminar el arancel inicial. Así, a cierre de este informe, tenemos encima de la mesa 20 p. p. adicionales a los productos originarios de China (esta ha respondido con un arancel del 10%-15% a productos energéticos, automóviles y a varios productos agrícolas); una subida de 25 p. p. en el arancel a las importaciones procedentes de México y Canadá y de 10 p. p. a la energía canadiense; un 25% sobre acero y aluminio, y aranceles recíprocos en estudio sobre la UE y otras economías (ha mencionado un 25% a la UE «de manera general»); y anuncia un arancel a todas las importaciones agrícolas desde el 2 de abril. Asimismo, anunció que la exención aduanera a todos los envíos procedentes de China por un valor inferior a 800 dólares seguirá vigente hasta que se desarrollen los sistemas adecuados para procesar y recaudar los ingresos por aranceles.

Por tanto, nos dirigimos hacia un contexto con aranceles más elevados y donde, probablemente, se produzca cierta reconfiguración en las cadenas de valor global para tratar de compensar, en la medida de lo posible, la pérdida de atractivo del mercado estadounidense. En consecuencia, vamos a un mundo con mayor fragmentación, menor crecimiento económico y riesgo de inflaciones más elevadas. En la elaboración de los nuevos escenarios, hemos supuesto una situación de guerra comercial contenida en la que no hay una escalada y en la que las nuevas reglas del juego quedan ya definidas para mitad de año.

La eurozona, débil posición de partida para afrontar un año de retos

La eurozona cerró 2024 prácticamente estancada (0,1% intertrimestral en el 4T 2024), destacando negativamente las caídas del PIB en Alemania y Francia. Los primeros

Previsiones de crecimiento del PIB en EE. UU. y eurozona (%)



Fuente: CaixaBank Research.

indicadores de 2025 apuntan a cierta estabilización de la actividad, pero no se puede esperar un repunte significativo a corto plazo (véase la [Coyuntura internacional](#) en este mismo informe). Por tanto, la eurozona tiene una posición de partida bastante débil para superar los importantes retos que afronta y que no se refieren únicamente al impacto de una subida de aranceles por parte de EE. UU. También hay que tener en cuenta factores de índole interna que pueden lastrar la evolución de la actividad en las grandes economías de la región en la primera mitad del año. Por un lado, en Francia persiste la inestabilidad política y no se puede descartar la posibilidad de nuevas elecciones legislativas este verano. Por otro, en Alemania, las elecciones del 23 de febrero han dado la victoria al CDU/CSU con el 28,5% de los votos y podría formar un gobierno de coalición con el SPD (16,4%). Sin embargo, el buen resultado de la AfD (21%) y de la izquierda radical Die Linke (9%) les otorga escaños suficientes para bloquear cambios en el «freno de deuda», que exige la aprobación de los dos tercios de la Cámara. Todo ello, mientras se sigue avanzando en la consolidación fiscal, a la vez que se progresa en los objetivos de la denominada Brújula de la Competitividad, presentada en febrero por la Comisión Europea, sobre las recomendaciones del informe Draghi, y se afronta la necesidad de aumentar sustancialmente el gasto en defensa, ahora que ya parece claro que Europa no puede depender únicamente de la OTAN para garantizar su seguridad. En consecuencia, el crecimiento para 2025 se estima en un 0,8% y el de 2026 en un 1,4%, 0,5 p. p. y 0,4 p. p. menos, respectivamente, que las previsiones anteriores. Habrá que esperar a ver si se produce una respuesta en el lado fiscal que pueda estimular la actividad en los próximos trimestres.

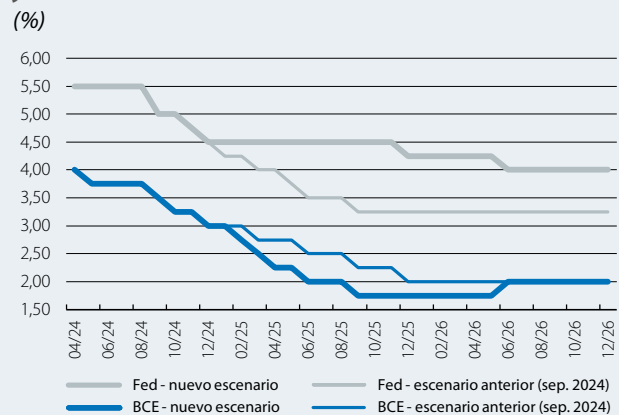
Por su parte, el impacto sobre la inflación no está tan claro. La imposición de aranceles recíprocos a EE. UU. representa un riesgo al alza sobre los precios, que puede verse compensado por la debilidad de la demanda interna, la limitada capacidad para trasladar la subida de aranceles a precios finales y la posible redirección de los flujos comerciales de China a la eurozona. Por tanto, mantenemos prácticamente sin cambios el escenario para la inflación, lo que condiciona también los modestos ajustes en nuestras expectativas para los tipos de interés del BCE. Así, tras el recorte de 25 p. b. ya aprobado en enero, esperamos que el tipo *depo* se sitúe en la zona baja (1,75%) del rango considerado como neutral antes de volver al 2% en 2026.

La agenda política de Trump afectaría negativamente al crecimiento y elevaría la inflación de EE. UU.

El desempeño de la economía estadounidense ha venido sorprendiendo al alza los dos últimos años, pero esto podría cambiar en los próximos años. La agenda de la Administración Trump, diseñada para *Make America Great Again*, podría tener el efecto contrario al buscado. La pretensión de recortar considerablemente el tamaño del sector público puede provocar cierto *shock* de demanda por la pérdida de empleos, la reducción del gasto público y el aumento de la incertidumbre ligada al recorte de programas sociales, lo que, sumado al *shock* de oferta que se pueda generar por las medidas restrictivas en materia de inmigración y las subidas arancelarias, tendrá un impacto negativo sobre el crecimiento y aumenta el riesgo de que veamos inflaciones más elevadas. Con todo, la inercia positiva de la economía todavía se mantendrá durante la primera mitad del año y no será hasta la segunda mitad de 2025 e inicios de 2026 cuando el impacto de las medidas sobre el crecimiento se deje sentir con más intensidad. Esto explica que anticipemos un crecimiento del PIB del 2,1% en 2025 y del 1,9% en 2026, ligeramente por encima de las anteriores previsiones. Sin embargo, estas buenas perspectivas esconden que, en ausencia de las medidas de Trump, el crecimiento medio en ambos años podría haber sido casi 0,5 p. p. superior. Respecto a la inflación general, estimamos que alcance un 3,1% este año y un 2,7% en 2026, lo que sería casi 0,2 p. p. y 0,4 p. p. más elevada, respectivamente, que sin la agenda Trump.

Esta mayor inflación, en un contexto de relativo dinamismo de la economía, explica el sustancial ajuste que llevamos a cabo en las expectativas de tipos de interés de la Fed, con una senda de bajadas mucho menos agresiva y más progresiva que la esperada hasta ahora. Así, anticipamos un único recorte a final de año de 25 p. b., que situaría la banda superior del tipo de los *fed funds* en el 4,25%, nivel en el que permanecería hasta casi mediados de 2026, cuando podrían bajar otros 25 p. b. hasta el 4,0%, nivel en el que permanecerían el resto del año.

Expectativas de tipos de interés de la Fed y el BCE



Nota: Fed fund upper bound para la Fed y tipo *depo* para el BCE.

Fuente: CaixaBank Research.

China, uno de los principales objetivos de la política arancelaria de Trump

La economía china logró cumplir por la mínima, en 2024, el objetivo de un crecimiento del 5,0%, pero las expectativas para este año son algo más pesimistas. La nueva Administración Trump tiene como uno de sus objetivos reducir el déficit comercial con China y, para ello, ya ha iniciado un ciclo de subidas de aranceles sobre sus importaciones como el que prometió en campaña electoral. En respuesta al renovado proteccionismo de EE. UU., China ha aprobado ya aranceles sobre determinados productos, siendo el sector automotriz y el energético los más afectados, así como restricciones a las exportaciones de minerales críticos. Además, las autoridades chinas han iniciado una investigación antimonopolio contra Google y añadieron empresas estadounidenses a su lista de entidades no confiables, lo que sugiere que se preparan para tomar nuevas represalias si las próximas negociaciones bilaterales en materia de aranceles fracasan. Ante la debilidad que presentará su demanda externa, las autoridades chinas ya han mostrado su compromiso para continuar apoyando el crecimiento este año. En este sentido, todavía hay mucha incertidumbre acerca de la magnitud del estímulo fiscal y habrá que esperar a la conclusión de las «Dos Sesiones» de comienzo de marzo para conocer más detalles, pero todo apunta a que dependerá de cómo evolucionen las negociaciones con EE. UU.

Lo que parece claro es que el impacto de la guerra comercial en curso provocará una desaceleración de la economía y anticipamos un crecimiento del 4,2% en 2025 y del 3,9% en 2026, lo que implica un crecimiento casi 0,5 p. p. inferior de media al que hubiera alcanzado en ausencia de este recrudecimiento del proteccionismo global.

Rita Sánchez Soliva

Tipos de interés (%)

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,90	2,90	0	-25,0	-160,0
Euríbor 3 meses	2,46	2,59	-13	-25,0	-143,1
Euríbor 12 meses	2,39	2,52	-13	-6,6	-126,2
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,02	2,14	-12	-22,7	-130,4
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,03	2,12	-9	-5,7	-60,5
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,41	2,46	-5	3,9	9,0
Deuda pública a 10 años (España)	3,05	3,07	-2	-1,5	-19,3
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,94	2,88	6	9,2	-18,8
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,32	4,30	1	1,2	-99,7
Deuda pública a 1 año	4,08	4,15	-7	-6,1	-72,5
Deuda pública a 2 años	3,99	4,20	-21	-25,3	-44,0
Deuda pública a 10 años	4,21	4,54	-33	-36,1	8,7

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	54	53	1	-3,8	-6,0
Itraxx Financiero Sénior	57	60	-2	-6,4	-14,0
Itraxx Financiero Subordinado	100	105	-6	-12,5	-32,2

Tipos de cambio

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,038	1,036	0,1	0,2	-3,7
EUR/JPY (yenes por euro)	156,270	160,780	-2,8	-4,0	-2,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,825	0,836	-1,3	-0,3	-3,3
USD/JPY (yenes por dólar)	150,630	155,190	-2,9	-4,2	1,7

Materias primas

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	539,2	542,0	-0,5	0,5	4,3
Brent (\$/barril)	73,2	76,8	-4,7	-2,0	-7,6
Oro (\$/onza)	2.857,8	2.798,4	2,1	8,9	40,4

Renta variable

	28-febrero	31-enero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	5.954,5	6.040,5	-1,4	1,2	19,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.463,5	5.286,9	3,3	11,6	16,8
Ibex 35 (España)	13.347,3	12.368,9	7,9	15,1	35,0
PSI 20 (Portugal)	6.800,1	6.524,3	4,2	6,6	10,0
Nikkei 225 (Japón)	37.155,5	39.572,5	-6,1	-6,9	2,9
MSCI emergentes	1.097,3	1.093,4	0,4	2,0	9,4

Una coyuntura geopolítica

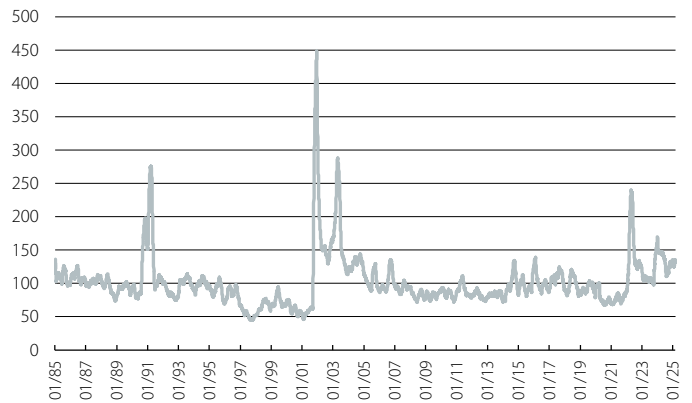
Un nuevo orden geopolítico... Las últimas semanas se han visto ineludiblemente marcadas por la geopolítica. En sus primeras seis semanas en la Casa Blanca, el presidente Trump ha logrado trastornar el orden mundial repetidas veces. Por lo que se pueden esperar cuatro años de una Administración estadounidense más unilateralista, más transaccional y confrontativa. En el frente geopolítico, el mantra «paz a través de la fuerza» parece estar siendo aplicado al pie de la letra. Días después de una controvertida propuesta para el conflicto israelí-palestino, la Administración Trump ha dejado a sus aliados europeos luchando por mostrar un frente unido, tras el inicio unilateral de las negociaciones sobre el futuro de Ucrania con Rusia, sin la presencia del propio presidente Zelenski. Se ha seguido un histórico voto en las Naciones Unidas contra la condena a las acciones de Moscú y el respaldo a la integridad territorial de Ucrania, donde EE. UU. ha votado al lado de Rusia, Irán y Corea del Norte. El punto culminante de esta secuencia de eventos vertiginosa ha sido la visita a la Casa Blanca del presidente Zelenski, que ha acabado en un conflicto diplomático y el anuncio de la suspensión de la ayuda militar de EE. UU. Las reuniones de emergencia entre líderes europeos subrayan el delicado momento para el continente. Una parte de la respuesta europea vendrá en formato de un mayor gasto en defensa, aunque persistan dudas sobre su formato y financiación, así como la posición de la UE en el nuevo equilibrio geopolítico.

... y un nuevo desorden comercial. En el frente de la política comercial, se han aprobado aumentos de aranceles a las importaciones a EE. UU. desde China (+10 p. p. al inicio de febrero, +10 p. p. al inicio de marzo), de Canadá y México (25% con excepción de las importaciones de bienes energéticos desde Canadá, 10%), y de aluminio y acero a nivel global (hasta el 25%), mientras que los aranceles sobre la UE no han sido concretados, de momento. Eso sí, el presidente Trump ha señalado subidas de aranceles próximas y ha ordenado la preparación de medidas recíprocas, que incluirían diferenciales arancelarios así como potencialmente barreras no arancelarias. Entre anuncios oficiales y tuits nocturnos, es cierto que la incertidumbre sobre políticas comerciales nublará las perspectivas económicas a corto y a medio plazo, con un riesgo elevado de escalada proteccionista global.

Un inicio de año turbulento ya con efectos aparentes en confianza. En enero, el PMI compuesto de actividad global se situó en los 51,8 puntos, 8 décimas por debajo de su nivel de cierre en 2024, con caídas generalizadas del lado de los servicios, solo parcialmente compensadas por una ligera mejora de la actividad del sector manufacturero. En febrero, estas tendencias se mantuvieron en EE. UU. y la eurozona, ante la aceleración de los pedidos en algunas industrias, posiblemente como anticipación a una escalada arancelaria. Destacó en particular la desaceleración marcada de los PMI de servicios en EE. UU., de 56,8 puntos en diciembre a 49,7 en febrero, su nivel más bajo en dos años. El deterioro de la confianza empresarial se atribuye a la caída de la actividad y de nuevos pedidos, afectados por la incertidumbre, los recortes del gasto federal y unas perspectivas de inflación más elevadas. Este deterioro de los niveles de confianza se observa también en encuestas de confianza de los consumidores en EE. UU. Además, la caída del índice manufacturero ISM (de 50,9 a 50,3 puntos), con fuertes oscilaciones en los componen-

Global: riesgo geopolítico

Índice (100 = promedio 1985-2019)

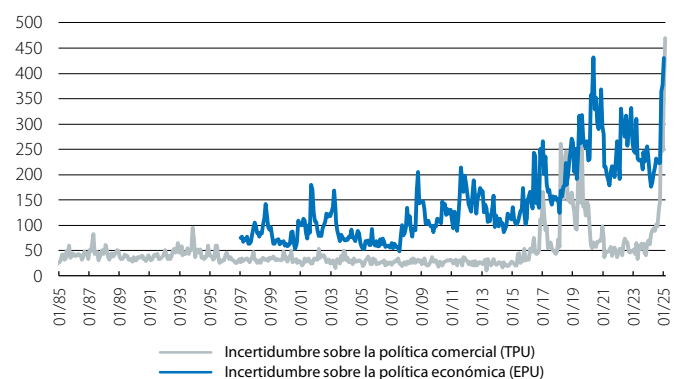


Notas: El índice se construye a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con riesgos geopolíticos en los archivos electrónicos de 10 periódicos publicados en inglés. Un valor más alto para el índice señala un aumento del riesgo. Se muestra el promedio de 90 días.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D. y Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk».

Global: incertidumbre económica

Índice

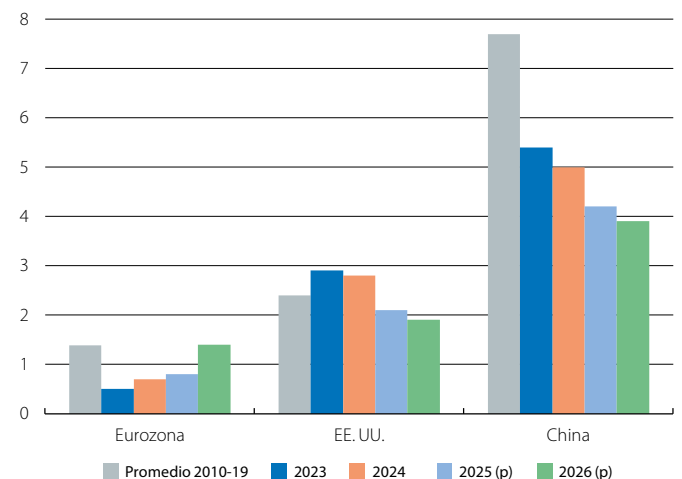


Notas: Los índices se construyen a partir de artículos de periódicos, mediante la búsqueda de palabras clave relacionadas con la incertidumbre sobre políticas comerciales (TPU) y económicas (EPU). Un valor más alto para cada índice señala un aumento de la incertidumbre. El EPU utiliza un promedio (ponderado por el PIB de cada país) de los índices nacionales de una muestra de 21 países y tiene como base 100 el promedio de 1997-2015. El TPU está normalizado a 100, para una proporción del 1% de los artículos de 7 periódicos (en su mayoría, estadounidenses) que discuten la incertidumbre de políticas comerciales.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Baker, S. et al. (EPU) y Caldara, D. et al. (GPR) (descargados desde <https://www.policyuncertainty.com/> a fecha del 25/02/2025).

Global: PIB

Variación interanual (%)



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

tes de nuevos pedidos (a la baja) y de precios (al alza), señala que la recuperación de los últimos meses puede estar en riesgo de revertirse, con la eclosión de una guerra comercial.

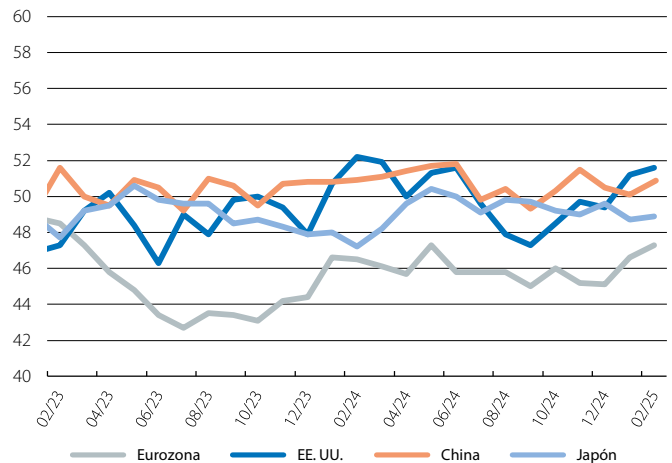
La eurozona, entre la resaca electoral alemana y datos mixtos en el 1T. Tras la victoria de la CDU/CSU de Friedrich Merz, se espera el inicio de las negociaciones para una Gran Coalición entre la CDU y el SPD, con importantes desafíos por delante. Entre estos, la reforma del «freno de deuda», sin la cual el aumento de la inversión en infraestructura y del gasto en defensa será limitado. Mientras, el índice de sentimiento económico lfo se mantuvo sin cambios en febrero, cercano a los 85 puntos, muy por debajo del umbral de 100 que apunta a crecimientos cercanos al histórico. En la eurozona, el índice de sentimiento económico subió hasta los 96,3 puntos (vs. 95,3 anterior), gracias a las mejoras en Alemania y Francia. Por otro lado, la tasa de paro se mantuvo en el 6,2% en enero, a pesar de que algunos indicadores, como el componente de empleo de los PMI, apuntan a una tendencia de desaceleración del mercado laboral.

Aceleración del crecimiento en Asia al cierre de 2024 e inicio de 2025. El PIB de Japón creció un 0,7% intertrimestral en el 4T 2024 (vs. 0,4% en el 3T), con el sector exterior como principal motor de crecimiento. En el conjunto del año, la economía nipona apenas creció un 0,1% (vs. 1,5% en 2023), pero los datos más recientes de PIB e inflación podrían reforzar la confianza del Banco de Japón para subir los tipos de interés en los próximos meses, particularmente si se ven acompañados por subidas salariales durante la negociación anual de primavera entre grandes empresas japonesas y sindicatos. En la India, la economía creció un 6,5% en 2024 (vs. 7,7% en 2023) y el desglose por componentes muestra que el consumo privado siguió siendo el principal apoyo de la economía en el 4T. Por otro lado, la aceleración del gasto público debería mantenerse a lo largo de este año, con una intensificación del soporte de la política fiscal y una política monetaria con mayor énfasis en el apoyo al crecimiento. En China, los PMI señalan una aceleración de la economía en febrero con respecto al mes anterior. Si bien el apoyo de la política fiscal y la recuperación del sector inmobiliario podrían respaldar la economía del gigante asiático, la escalada arancelaria sigue siendo un importante riesgo a la baja.

Nuevas previsiones para 2025-2026: entre inercias, aranceles y más inflación. Ante un horizonte de elevada incertidumbre económica y geopolítica, revisamos las previsiones de crecimiento globales (para más detalles véase el Focus «[Las políticas de Trump, el principal interrogante de los escenarios económicos globales](#)»). En la eurozona, revisamos a la baja las previsiones tanto para 2025 (0,8 frente al 1,3% anterior) como para 2026 (1,4 frente al 1,8% anterior). En EE. UU. y en China las revisiones al alza vienen explicadas sobre todo por los datos de PIB más sólidos de lo esperado en la segunda mitad de 2024, y se ha incorporado el impacto negativo de unas subidas de aranceles relativamente contenidas. En conjunto, esperamos un entorno más inflacionista, principalmente en las economías avanzadas. En este contexto, hemos revisado al alza nuestras previsiones de inflación para EE. UU., hasta el 3,1% en 2025 (+ 1 p. p.) y el 2,7% en 2026 (+ 0,7 p. p.). En la eurozona, los últimos datos refuerzan las dinámicas de desinflación observadas a lo largo de los últimos meses, destacando en particular el descenso de la inflación de los servicios (hasta el 3,7%, su nivel más bajo en 10 meses).

Global: PMI de manufacturas

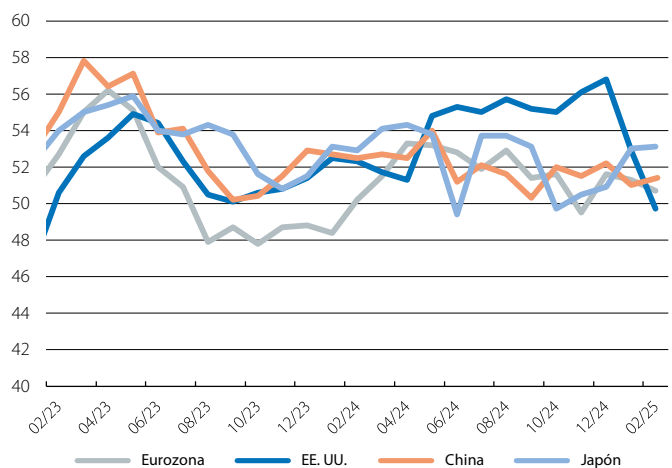
Índice



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

Global: PMI de servicios

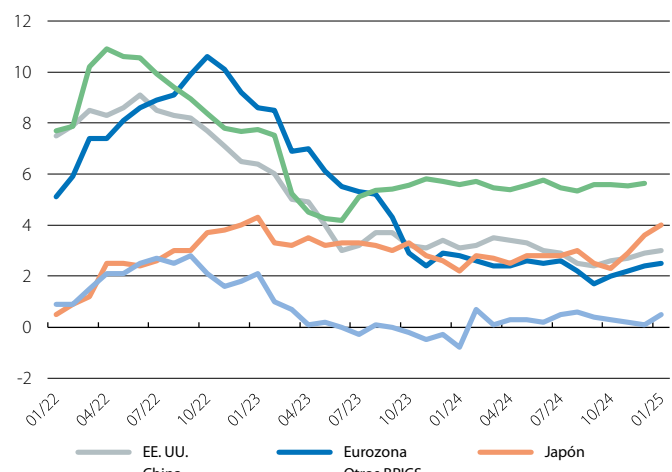
Índice



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

Global: inflación general

Variación interanual (%)



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

Inflación en China: ¿hacia dónde reptará la serpiente?

Mientras que la mayoría de las economías avanzadas y emergentes han enfrentado un periodo de elevada inflación en los últimos dos años, en China esta se mantuvo cercana a cero. La inflación núcleo, que excluye componentes más volátiles como los alimentos y la energía, se ha situado cerca del 0,5%, no tan lejos del promedio registrado desde 2005 (cerca del 1%), pero con una dinámica persistente de descenso desde 2018. ¿Qué está detrás del reciente ciclo de baja inflación y qué factores de riesgo podrían transformarlo en una crisis deflacionista?

Una relación entre oferta y demanda

En los últimos dos años, el 50% de los componentes de la cesta de consumo mantuvieron una inflación promedio negativa (el 23% por debajo del -2%) y solamente el 10% ha registrado una inflación superior al 2% (véase el primer gráfico).¹ Entre los síntomas más visibles de la reciente moderación de la inflación en el gigante asiático, encontramos las persistentes caídas de precios de alimentos, bienes duraderos, automóviles y alquileres.² En el caso de los alimentos, a pesar de las caídas de precios de varios productos (como la carne, el aceite y los huevos) y de su elevado peso en la cesta de consumo, es probable que estas caídas se reviertan dada la elevada volatilidad de estos componentes. Por otro lado, las caídas de precios de alquileres son un síntoma más de la crisis del sector inmobiliario que asola el país desde 2021. Dado que costará absorber el exceso de capacidad en este sector, seguirá ejerciendo presión a la baja sobre la inflación en los próximos años, sea por vía directa (por caídas de precios de alquileres y de la vivienda) o indirecta (por menor demanda de bienes duraderos relacionados con la vivienda y efectos de confianza o riqueza).

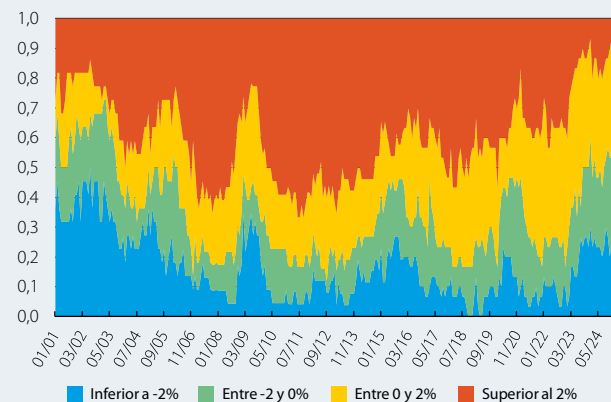
Destaca también el sector automóvil (véase el segundo gráfico), que acumula un periodo de dos años con deflación cercana al 5% (frente a un promedio histórico del -2%), en un contexto de mejoras de productividad en el sector, fuerte competencia y en el que la demanda de coches se ha ralentizado, un caso ilustrativo de los factores estructurales que están detrás del actual ciclo de baja inflación.³ Con todo esto, hay elementos que invitan a pensar que las presiones a la baja sobre la inflación de los

1. En un episodio deflacionista anterior, en 2009, la inflación núcleo se situó en el -1%. Más del 30% de la cesta de consumo mantuvo entonces una inflación superior al 2% (principalmente bienes y servicios esenciales, como la alimentación, y relacionados con la vivienda), mientras que la inflación de los servicios se situó en el -1% en el periodo (frente a cerca del 1% desde 2023).

2. Por ejemplo, también se han observado caídas de precios significativas en equipos de comunicaciones, si bien estas han sido más reducidas que las registradas históricamente (-2% los dos últimos años frente casi al -10% desde 2001).

China: semáforo de la inflación

(% de los componentes de la cesta del IPC)

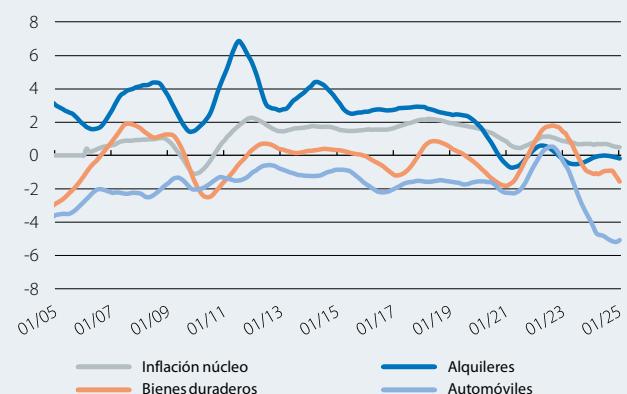


Nota: Para los 30 componentes principales de la cesta de consumo, se ilustra en cada mes el porcentaje de componentes que ha registrado una inflación interanual en los rangos indicados.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China, vía Bloomberg.

China: componentes de la inflación núcleo

Variación interanual, promedio de 12 meses (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística de China, vía Bloomberg.

últimos años no están tan ceñidas por sectores y que la economía china se está enfrentando a un exceso crónico de oferta (o falta de demanda).

Para analizar de manera más sistemática el fenómeno del exceso de capacidad en la industria, contrastamos la evolución de la inversión con la de los precios de producción. Si bien existe una correlación negativa entre las dos variables, es decir, a mayor inversión acumulada en los últimos años mayores caídas de la inflación de los precios de producción, la situación es distinta por sectores. Por un lado, sectores como el automóvil, la maquinaria o los textiles muestran flujos de inversión moderados y caídas también

3. En concreto, las ventas de vehículos básicos de pasajeros han aumentado cerca del 2% en 2023 y 2024, frente a un crecimiento promedio histórico cercano al 4% anual, mientras que las ventas de SUV han aumentado cerca de un 15%, frente a un promedio histórico superior al 30%. En conjunto, estas dos categorías representan más del 80% de la demanda total de automóviles.

moderadas de precios, mientras que los sectores de equipos eléctricos y electrónica presentan flujos de inversión entre los más elevados, pero con caídas de precios de producción moderadas. Esto invita a pensar que este es un fenómeno multidimensional. En sectores tecnológicamente más avanzados, el repunte de la inversión puede sencillamente venir explicado por necesidades de inversión más elevadas y una demanda más exigente y dinámica.⁴ Por otro lado, en sectores como los metales y la industria química, que acoplan inversiones acumuladas elevadas con caídas significativas de precios, el caso parece ser distinto.

En el caso de algunos de estos sectores, al binomio de elevadas inversiones y caídas significativas de precios, se añade una caída sostenida de la rentabilidad (véase el tercer gráfico). Este es el caso de la industria química, papelería o del textil y del automóvil, y los casos más extremos se encuentran en los sectores de minerales y procesamiento de metales ferrosos. En el primero, se ha registrado un crecimiento acumulado de la inversión del 30%, con unas caídas de precios del 9% y de beneficios superiores al 50%. En el segundo, la inversión se ha prácticamente duplicado, y se han registrado caídas de precios superiores al 10% y de beneficios cercanos al 90%. Por otro lado, es destacable que sectores como los productos eléctricos, la electrónica o la maquinaria hayan registrado aumentos de rentabilidad en el mismo periodo.

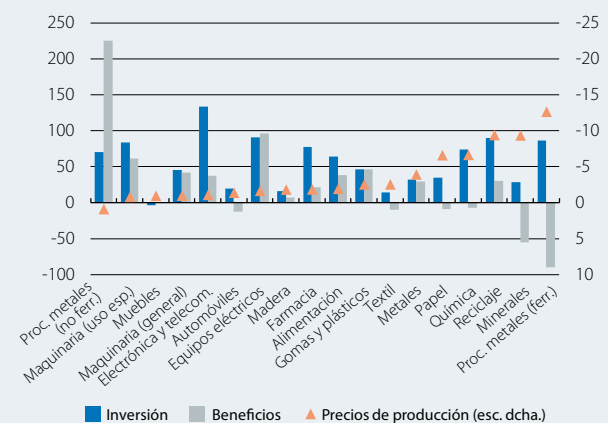
Inflación o deflación en China: ¿esta vez es diferente?

El actual ciclo deflacionista en China tiene así algunos matices relevantes. A pesar de que los problemas de sobrecapacidad de la industria parecen estar concentrados en algunos sectores de la economía, como la industria química y de metales, estos tienen importantes ramificaciones a otros sectores de actividad. Por otro lado, en sectores como el textil, o de bienes de consumo duradero (como el sector automóvil), el episodio de caída de precios podrá explicarse más bien por el estancamiento de la demanda interna.

Asimismo, a pesar de localizados, los problemas crónicos de sobrecapacidad en industrias al inicio de la cadena de valor seguirán presionando los precios «aguas abajo», es decir, en los sectores que utilizan estos productos como insumos de producción. Igualmente, la crisis del inmobiliario seguirá ejerciendo una presión negativa sobre precios y sobre la demanda de los consumidores chinos.⁵ En este

China: evolución de la inversión, la rentabilidad y los precios de producción en la industria

Variación acumulada desde 2018 (%) Variación de la inflación de los precios de producción (p. p., escala invertida)



Nota: Para calcular el diferencial de crecimiento de los precios de producción, se compara la inflación promedio de los precios de producción entre enero de 2023 y 2025 con la inflación promedio registrada en el periodo 2015-2019.

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

sentido, es probable que la inflación en China se mantenga en niveles cercanos a cero en los próximos años.

¿Pero es este un ciclo deflacionista más o puede la economía china entrar en una fase de «japonización»? Este proceso se refiere a una fase prolongada de bajo crecimiento económico y baja inflación, que en el caso de Japón desde finales de los años ochenta tuvo origen en el estallido de una burbuja inmobiliaria y tasas de fertilidad muy bajas, dos factores en común con el momento actual de la economía china. En esta ecuación, el factor determinante será la evolución de la demanda interna. Desde el proceso de apertura del gigante asiático en los años noventa, el desequilibrio entre oferta y demanda en China se ha absorbido por el resto del mundo, una «compensación» que se ha incluso intensificado en los últimos años, con ganancias de cuota de mercado global por parte de China, ancladas en una competitividad-precio muy elevada. Ante una nueva escalada de tensiones comerciales, esta vez la labor principal estará del otro lado de la muralla. ¿Podrá el modelo económico chino adaptarse?

Luís Pinheiro de Matos

4. Además, algunos de estos sectores están incluidos en el plan *Made in China 2025*, que busca desarrollar determinadas industrias consideradas estratégicas. Asimismo, en los casos de sectores como la electrónica o los aparatos eléctricos, este esfuerzo concertado de inversión ha venido acompañado de importantes ganancias en cuotas de mercado globales en los últimos años (es el caso, por ejemplo, de los componentes relacionados con las energías verdes).

5. Para más detalles, véase el Focus «¿Qué pasa con los consumidores chinos?» en el IM07/2024.

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Actividad									
PIB real	2,9	2,8	2,9	3,0	2,7	2,5	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	5,2	3,4	2,8	3,4	3,5	3,9	3,9	3,9	...
Confianza del consumidor (valor)	105,4	104,5	106,3	98,9	102,2	110,6	109,5	105,3	98,3
Producción industrial	0,2	–0,3	–0,5	0,0	–0,4	–0,3	0,3	2,0	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,8	48,5	47,3	48,2	49,2	50,9	50,3
Viviendas iniciadas (miles)	1.421	1.367	1.407	1.340	1.332	1.388	1.515	1.366	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	312	330	325	329	332	336	338	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	4,0	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,0	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,3	60,1	60,2	60,1	60,0	59,9	60,0	60,1	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	–3,1	–3,1	...	...
Precios									
Inflación general	4,1	3,0	3,2	3,2	2,6	2,7	2,9	3,0	...
Inflación núcleo	4,8	3,4	3,8	3,4	3,2	3,3	3,2	3,3	...

JAPÓN

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Actividad									
PIB real	1,5	0,1	–0,8	–0,8	0,6	1,2	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	35,2	37,2	38,9	37,0	36,8	36,3	36,2	35,2	35,0
Producción industrial	–1,4	–2,7	–4,3	–2,9	–1,8	–1,8	–3,2	2,6	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	11,0	13,0	13,0	14,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,5	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,0	–1,2	–1,0	–1,0	–0,9	–0,9	–1,0	...
Precios									
Inflación general	3,3	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	3,7	4,0	...
Inflación subyacente	3,9	2,4	3,2	2,2	2,0	2,3	2,4	2,6	...

CHINA

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Actividad									
PIB real	5,4	5,0	5,3	4,7	4,6	5,4	–	–	–
Ventas al por menor	7,8	3,3	4,7	2,6	2,7	3,8	3,7	...	...
Producción industrial	4,6	5,6	5,8	5,9	5,0	5,6	6,2	...	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	49,8	49,7	49,8	49,4	50,2	50,1	49,1	50,2
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	865	995	841	864	897	995	995	...	...
Exportaciones	–5,1	4,6	–1,7	4,4	5,4	10,0	10,5	...	...
Importaciones	–5,5	1,1	1,6	2,5	2,3	–1,8	1,0	...	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,2	0,1	0,5	...
Tipo de interés de referencia ³	3,5	3,1	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3

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

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

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Ventas al por menor (variación interanual)	-1,9	1,0	0,0	0,2	2,0	1,8	1,9	...	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,7	-2,9	-4,7	-3,8	-1,5	-1,6	-2,0	...	...
Confianza del consumidor	-17,4	-14,1	-15,5	-14,3	-13,1	-13,6	-14,5	-14,2	-13,6
Sentimiento económico	96,4	95,9	96,1	96,0	96,3	95,1	93,8	95,3	96,3
PMI manufacturas	45,0	45,9	46,4	46,3	45,8	45,5	45,1	46,6	47,6
PMI servicios	51,2	51,5	50,0	53,1	52,5	52,1	51,6	51,3	50,6
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	0,7	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2	6,2	...
Alemania (% pobl. activa)	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4	3,5	3,5	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,4	7,4	7,3	7,3	7,3	...
Italia (% pobl. activa)	7,7	6,6	7,1	6,7	6,3	6,2	6,4	6,3	...
PIB real (variación interanual)	0,5	0,7	0,4	0,5	0,9	0,9	-	-	-
Alemania (variación interanual)	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-	-	-
Francia (variación interanual)	1,1	1,1	1,4	1,0	1,2	0,6	-	-	-
Italia (variación interanual)	0,8	0,5	0,3	0,6	0,6	0,6	-	-	-

Precios

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
General	5,5	2,4	2,6	2,5	2,2	2,2	2,4	2,5	2,4
Núcleo	5,0	2,8	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,6

Sector exterior

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Saldo corriente	2,1	3,5	2,6	3,2	3,3	3,5	3,5	...	...
Alemania	5,8	5,8	6,1	6,3	6,2	5,8	5,8	...	...
Francia	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,4	-0,4	...	...
Italia	0,0	1,4	0,5	0,9	1,1	1,4	1,4	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	94,2	93,5	93,4	93,0

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	2,7	0,8	0,3	0,4	1,0	1,4	1,7	2,0	...
Crédito a hogares ^{2,3}	1,7	0,5	0,2	0,3	0,5	0,9	1,1	1,3	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	5,1	4,9	4,4	4,2	4,1	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,8	4,7	4,3	4,2	4,1	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-8,5	-3,9	-8,8	-5,5	-2,5	1,2	1,9	2,9	...
Otros depósitos a corto plazo	21,1	12,3	18,3	14,3	10,5	5,9	4,4	3,3	...
Instrumentos negociables	20,3	20,0	20,6	19,8	22,1	17,6	15,8	14,7	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,7	3,0	3,2	3,1	3,0	2,6	2,5	2,3	...

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 arranca el año con buen pie

Los indicadores que se han ido conociendo en los primeros meses del año arrojan señales positivas que apuntarían a un tono dinámico de la economía española en el 1T 2025, si bien a un ritmo algo menos vigoroso que en el trimestre anterior.

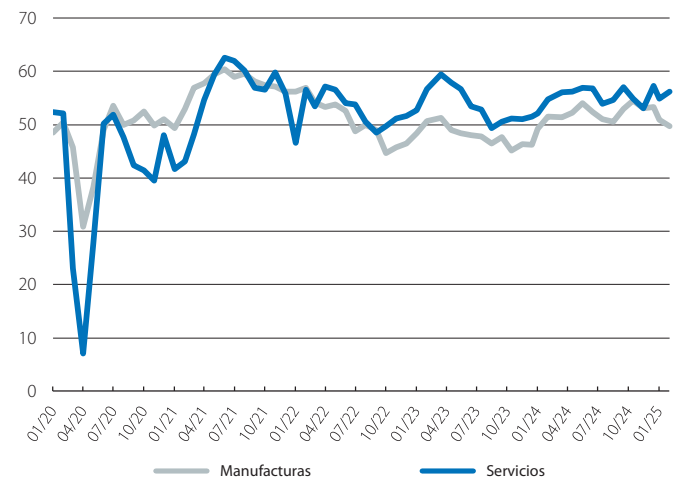
El sector servicios mantiene un notable dinamismo. El PMI del sector ha aumentado hasta situarse en 55,6 puntos de media en los dos primeros meses del año frente al 55,1 del 4T 2024. La mejora de la actividad sigue apoyada en la fortaleza de la demanda, especialmente de las actividades comerciales, que, a su vez, se ven impulsadas por un sector turístico muy dinámico. En este sentido, los datos más recientes confirman la pujanza de la actividad turística: en enero el número de turistas extranjeros que llegó a nuestro país rozó los 5,1 millones, lo que supone un crecimiento del 6,1% interanual y del 20,7% respecto a los niveles prepandemia (enero de 2019).

Las señales son algo más débiles en la industria, ya que el índice PMI del sector manufacturero se situó en febrero por debajo de los 50 puntos (49,7), algo que no sucedía desde enero de 2024, si bien en el promedio de enero-febrero se ubica todavía en terreno expansivo (50,3 vs. 53,6 en el 4T 2024); tanto la producción como los nuevos pedidos se frenan, en un contexto de debilitamiento de la demanda, ante un clima de elevada incertidumbre. Las señales son algo más positivas por el lado del empleo en el sector industrial, con un crecimiento de los afiliados del 1,7% interanual en enero-febrero, frente al 1,6% en el 4T 2024. En general, la evolución del sector industrial se está viendo condicionada negativamente por la atonía de la demanda procedente de nuestros principales socios europeos o las dudas sobre la política arancelaria de EE. UU. En este sentido, si bien la exposición directa de España a estos cambios es relativamente baja, sectores como el agroindustrial o el farmacéutico podrían verse particularmente afectados; además, la incertidumbre geopolítica podría provocar el aplazamiento de proyectos de inversión.

Por el lado del consumo, los indicadores apuntan a una moderación de sus ritmos de avance, tras el buen cierre de 2024. Así, el crecimiento de las matriculaciones de turismos se normalizó en enero-febrero, al situarse en el 8,4% interanual, frente al extraordinario 14,4% anotado en el 4T 2024, muy condicionado por el dato de diciembre, el mejor en dicho mes en cuatro años. En términos anualizados, las matriculaciones superan el millón de unidades, algo que no sucedía desde mediados de 2020. Por su parte, el indicador de CaixaBank Research muestra que la actividad de tarjetas españolas está teniendo una evolución de más a menos en el arranque del año, con un crecimiento hasta el 21 de febrero del 3,8% interanual, ligeramente por debajo del ritmo anotado en el 4T 2024 (4,0%).

La creación de empleo mantiene un notable ritmo de crecimiento. La afiliación media aumentó en febrero en 100.340 personas, algo por debajo del avance del año pasado (103.621), pero notablemente por encima de los 70.616 de media en los meses de febrero de 2014-2019. Corrigiendo la

España: PMI Nivel



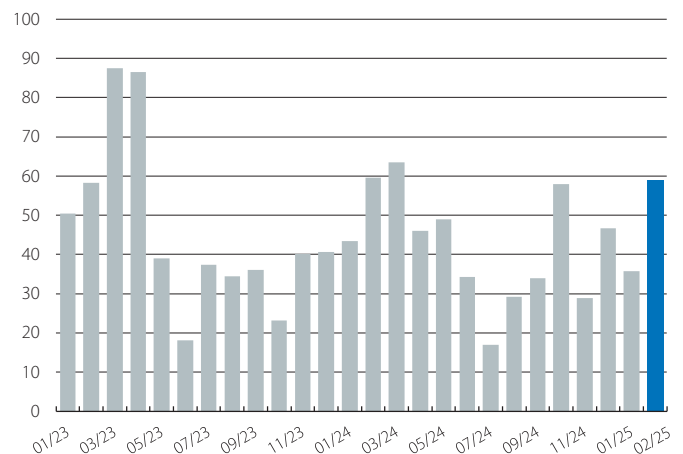
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

España: matriculación de turismos Acumulado en los últimos 12 meses (miles)



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

España: afiliados a la Seguridad Social Variación intermensual (miles de personas)



Nota: Serie corregida de estacionalidad.

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

estacionalidad, el empleo anota una subida mensual de 58.735 afiliados, el mayor aumento desde marzo de 2024, de modo que el crecimiento medio mensual en lo que va de 1T se eleva a 47.246 trabajadores, cifra que supera la del promedio del 4T 2024 (44.522). Además, destaca la mejora de la contratación indefinida, de modo que la tasa de temporalidad sigue cayendo, hasta el 11,8%, 2 décimas menos que el mes anterior y la tasa más baja de la serie.

La inflación general prolonga la senda ascendente, pero la subyacente cae a mínimos desde 2021. Según el indicador adelantado publicado por el INE, la inflación general se situó en febrero en el 3,0%, 1 décima más que el mes anterior y la tasa más alta desde junio de 2024. A falta del desglose por componentes, el INE apunta que este resultado viene marcado, principalmente, por el aumento de los precios de la electricidad, que sigue afectada por la subida del IVA del 10% al 21% aplicada a la tarifa eléctrica en enero. En cambio, la inflación subyacente (excluidos productos energéticos y alimentos no elaborados) continúa disminuyendo gradualmente y cayó 3 décimas hasta el 2,1%, el registro más bajo desde diciembre de 2021. De este modo, las tendencias de fondo de los precios se siguen manteniendo a la baja, más allá del repunte del indicador general.

El déficit comercial mejora levemente en 2024, gracias al componente energético. La balanza comercial registró en 2024 un déficit de 40.276 millones de euros, cifra equivalente al 2,5% del PIB y que rebaja en 1 décima la anotada en 2023. Esta ligera corrección del desequilibrio comercial fue gracias, exclusivamente, a la mejora de la balanza energética. Así, el déficit energético se redujo un 3,4% hasta 35.929 millones de euros, gracias al descenso de las importaciones (-8,0%), con las compras en volumen prácticamente estancadas (-0,3%) y los precios cayendo con fuerza (-8,3%). En contraposición, la balanza de bienes no energéticos empeoró con intensidad, al aumentar su déficit un 29,7% hasta 4.347 millones, en un contexto de escaso dinamismo de los intercambios (1,3% las exportaciones y 1,5% las importaciones); en este sentido, las exportaciones no energéticas en volumen retrocedieron por segundo año consecutivo, un 0,9%, hasta mínimos desde 2020. Para un análisis más detallado del balance del sector exterior en 2024 véase el Focus «Excelentes registros del sector exterior en 2024» en este mismo informe.

La demanda de vivienda cobra impulso en 2024. Tras el retroceso puntual de la actividad en 2023 (-10,2%), asociado a los elevados tipos de interés, el número de operaciones de compraventa creció un 10% en 2024, hasta las 642.000 viviendas. Se trata del tercer mejor registro en la serie histórica, solo por detrás del máximo de 2007, en pleno *boom* inmobiliario, y del repunte de 2022 tras la pandemia. Esta reactivación responde a varios factores: el cambio de orientación en la política monetaria, la solidez de la economía y, en especial, del mercado laboral, junto con la recuperación de la renta disponible de los hogares y el crecimiento poblacional impulsado por unos flujos migratorios positivos. En un contexto de demanda al alza y oferta aún insuficiente, los precios siguen en ascenso: en el 4T 2024, el valor tasado de la vivienda aumentó un 2,7% intertrimestral y situó la subida interanual en el 7,0%, la más intensa desde el 1T 2007.

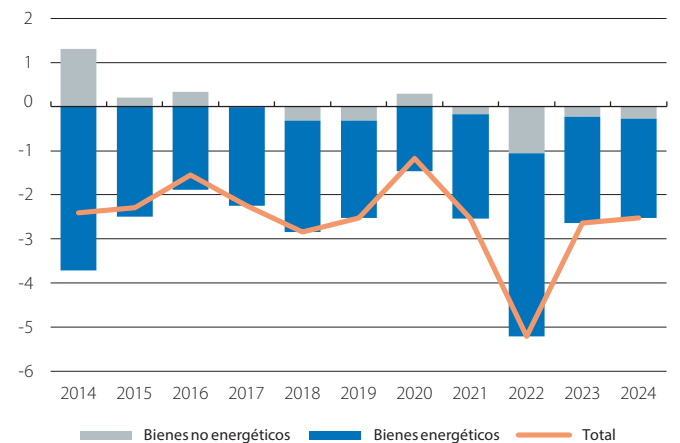
España: IPC

Variación interanual (%)



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

España: saldo de la balanza comercial de bienes (% del PIB)

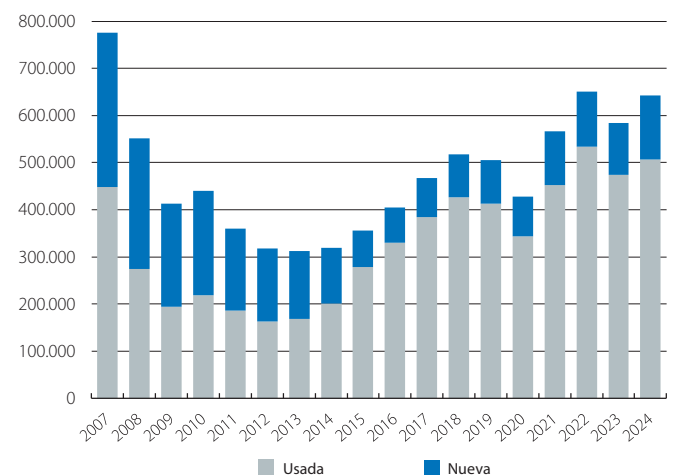


Notas: Datos de comercio de bienes energéticos según la clasificación de Grupos de Utilización. Los datos de 2024 son provisionales.

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

España: compraventa de vivienda

Unidades



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

Nuevo escenario económico: optimismo prudente en un contexto de incertidumbre

2024 nos deja un buen punto de partida

La economía española volvió a arrojar un muy buen dato de crecimiento en el tramo final de 2024. En el 4T 2024, el PIB creció un 0,8% intertrimestral, espoleado por el avance del consumo privado y la inversión, y volvió a crecer muy por encima del conjunto de la eurozona, que se mantuvo estancada en términos intertrimestrales. Con este dato en mano, la economía creció un notable 3,2% en el conjunto de 2024.

El crecimiento a lo largo de 2024 se sostuvo principalmente en la demanda interna. De los 3,2 puntos de crecimiento del PIB, el consumo privado aportó 1,6 p. p., apoyado por el buen comportamiento del mercado laboral y el fuerte crecimiento demográfico, mientras que el consumo público aportó 1 p. p. más. Por su parte, el sector exterior contribuyó 0,4 p. p. al crecimiento, gracias al buen comportamiento de las exportaciones de servicios y al tono moderado de las importaciones, si bien su contribución fue en descenso a lo largo del año. El buen resultado de 2024 reluce aún más si tenemos en cuenta que este crecimiento tuvo lugar en un contexto de tipos de interés aún elevados, aunque ya en trayectoria descendente, y de crecimiento anémico de nuestros principales socios comerciales europeos.

El punto de partida es bueno, no solo por los últimos registros de crecimiento, sino también por la ausencia de claros desequilibrios financieros. La balanza por cuenta corriente anotó en 2024 un superávit por decimotercer año consecutivo. Esta mejora continuada ha permitido que la posición de inversión internacional neta –que mide la diferencia entre los activos y los pasivos financieros frente al resto del mundo– reduzca su saldo deudor hasta situarse por debajo del 50% del PIB (97,5% del PIB en 2009). Asimismo, la deuda privada (hogares y empresas no financieras) se mantiene contenida en el 125,1% del PIB según los últimos datos del 3T 2024, por debajo del promedio de la eurozona de 153,5%, y la deuda pública también ha mantenido una trayectoria descendente hasta alcanzar el 101,8% en diciembre de 2024, 3,3 p. p. menos respecto al año anterior.

La fortaleza del crecimiento en el tramo final de 2024 impacta mecánicamente en el crecimiento previsto para 2025. A modo de ejemplo, incluso si la economía se mantuviera estancada durante todo 2025 al nivel de PIB de finales de 2024, el crecimiento anual en 2025 sería del 1,2%, por ser el punto de partida más elevado que el nivel de PIB promedio del año anterior.

Revisión de los supuestos subyacentes del escenario

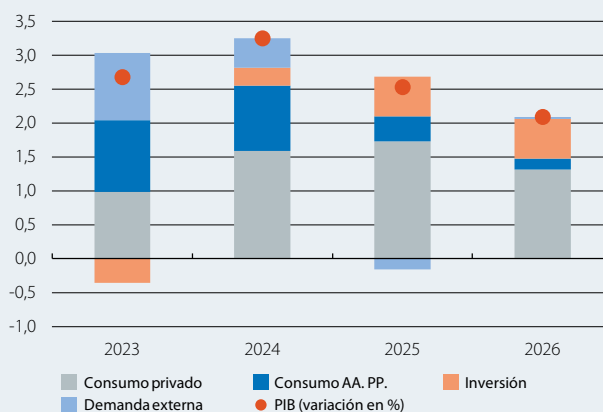
Los supuestos subyacentes del escenario acerca de la evolución de la política monetaria del BCE, el precio de la energía y el tipo de cambio se mantienen en una dirección que refuerza la narrativa de que el consumo y la inversión deberían ganar protagonismo como motores del crecimiento en detrimento de la demanda externa.

En primer lugar, nuestro escenario contempla una moderación gradual de la inflación subyacente en el conjunto de la eurozona hasta alcanzar el 2% a finales de 2025. La evolución de la inflación permitirá que, en un contexto de debilidad de la eurozona, el BCE siga reduciendo los tipos de referencia de manera gradual hasta que el tipo *depo* alcance el 1,75% en el tramo final de 2025 (la banda baja del rango que se considera como neutral).

En segundo lugar, anticipamos un ligero descenso del precio del barril de Brent: prevemos que su precio se sitúe en los 76

España: contribución al crecimiento del PIB

(p. p.)



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

dólares/barril en el promedio de 2025 (74,5 dólares en el escenario anterior), ligeramente por debajo de los 79,8 dólares en el promedio de 2024. Sin embargo, el impacto en la economía española se verá limitado debido a la depreciación del euro. El mayor desacople entre las políticas monetarias a ambos lados del Atlántico, con un BCE que sigue bajando tipos y una Fed que ha frenado su ciclo de bajadas, ha propiciado una depreciación del euro de cerca del 7% entre septiembre de 2024 y enero de 2025. Prevemos que esta depreciación tenga cierta continuidad y que el euro pierda cerca de un 5% del valor respecto al dólar en el promedio de 2025 con respecto al de 2024. De este modo, pese a la caída del precio en dólares, el precio del Brent en euros se mantendría plano en los 74 euros/barril.

Por lo que se refiere a la actividad en los mercados exteriores, hemos revisado a la baja el crecimiento previsto de la eurozona para 2025 en 0,5 p. p. hasta el 0,8%, principalmente por la debilidad de la economía alemana y ante la nueva política arancelaria impulsada por la Administración Trump. Este escenario ligeramente más adverso refuerza la narrativa de que el crecimiento de las exportaciones españolas se desacelerará en 2025.

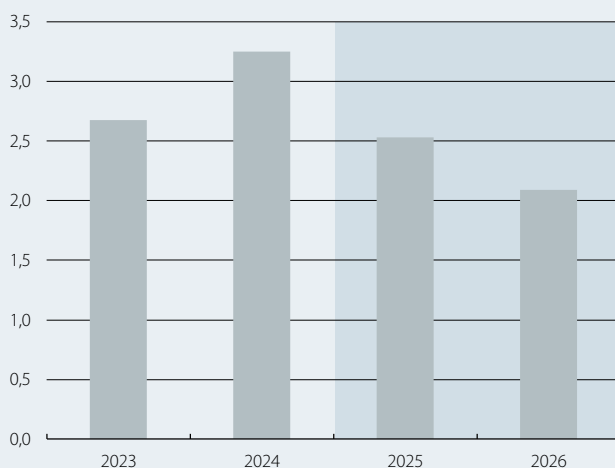
Perspectivas

Los buenos datos de crecimiento en el tramo final de 2024 nos llevan a revisar al alza la previsión de crecimiento del PIB para 2025. Sin embargo, la mayor probabilidad de tensiones arancelarias entre EE. UU. y la UE nos invita a la prudencia. De este modo, prevemos que la economía crezca un 2,5% en 2025, por encima del 2,3% que preveíamos anteriormente, aunque algo por debajo de la revisión que podríamos haber realizado en ausencia de este factor de incertidumbre.

En concreto, nuestro escenario supone una situación de tensiones arancelarias «contenidas» en la que no se produce una escalada y en la que a mediados de año se disipa la incertidumbre respecto a este tema y las nuevas «reglas del juego» quedan ya establecidas. Este supuesto conlleva un impacto directo limitado y transitorio en el caso de la economía española, ya que la reducida exposición comercial a EE. UU. implica un impacto estimado de 0,1 p. p. menos de crecimiento de PIB por cada aumento de 10 p. p. de los aranceles, y limita la mayor fuente de riesgo, que son los impactos indirectos derivados por el aumento de la incertidumbre.

España: PIB

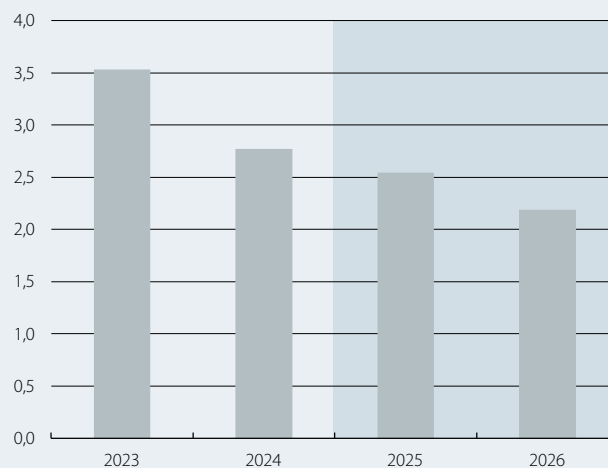
Variación anual (%)



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

España: inflación

Variación anual (%)



El crecimiento se apoyará principalmente en la demanda interna. A pesar de las buenas cifras de avance del consumo privado y la inversión del 4T 2024, ambos componentes siguen aún muy rezagados respecto a los demás componentes del PIB. Así, mientras que el PIB en el 4T 2024 se situaba un 7,6% por encima del nivel prepandemia, el consumo privado alcanzaba el 3,6% y la inversión apenas el 2,5%. La recuperación del consumo privado en el periodo pospandemia languidece aún más si tenemos en cuenta el aumento de población experimentado desde 2022. Así, el consumo real per cápita en el 4T 2024 aún se emplazaba un 0,4% por debajo del nivel prepandemia del 4T 2019. La caída de los tipos de interés y la gradual moderación de la inflación darán apoyo al avance de la demanda interna. La inversión se verá favorecida por el esfuerzo inversor relacionado con los fondos NGEU y la elevada tasa de ahorro que presentan los hogares, del 14,2% en el 3T 2024 frente a un promedio de 7,3% en el periodo 2015-2019, también da mucho margen de recorrido al consumo privado.

No obstante, esperamos que el crecimiento se modere respecto al año pasado, a medida que algunos de los vientos de cola de los que se ha beneficiado nuestra economía en los últimos trimestres pierdan fuerza. En particular, destacamos la normalización del ritmo de crecimiento del sector turístico y una cierta moderación de los influjos de población previstos. Asimismo, la sostenida debilidad de la economía europea, cuya previsión de crecimiento para 2025 se mantiene por debajo del 1%, junto con el posible aumento de los aranceles entre EE. UU. y la UE afectarán negativamente a nuestra economía.

En este sentido, prevemos que el sector exterior realice una contribución ligeramente negativa al crecimiento en 2025, en contraposición a las contribuciones positivas de los años anteriores. Esta contribución negativa se explica por la moderación en el ritmo de crecimiento de las exportaciones, muy ligada a la normalización del crecimiento del sector turístico y a la debilidad de nuestros principales mercados exportadores, y por el mayor impulso de las importaciones, debido a la fortaleza de la demanda interna.

Por su parte, en 2025 prevemos que la inflación mantenga su senda de moderación y que, tras anotar un 2,8% en el promedio de 2024, se sitúe en el 2,5% en 2025. Esta moderación vendrá de la mano de la paulatina reducción de la inflación del componente de servicios y por una corrección más marcada de la inflación del componente de los alimentos (del 3,6% en

2024 al 2,0% en 2025), en línea con lo observado en los últimos meses. En contraposición, el componente energético, espoleado por el impacto que tendrá en el conjunto del año la normalización del IVA de la tarifa eléctrica que tuvo lugar en enero de 2025 así como por el impacto de la depreciación del euro sobre el precio del petróleo, actuará en sentido contrario y limitará el grado de corrección de la inflación general.

Finalmente, prevemos que el mercado laboral mantenga un ritmo robusto de crecimiento del empleo, aunque algo inferior al del año pasado. Más concretamente, prevemos que los ocupados crezcan un 2,0% en 2025, tras anotar un 2,2% en 2024. En contraposición, tras el fuerte repunte que experimentó la población activa en 2023, con un crecimiento anual del 2,1%, el ritmo de crecimiento de la población activa se moderó ligeramente hasta el 1,3% en 2024. Prevedemos que en 2025 la población activa mantenga un notable crecimiento (1,2%), pero algo menos intenso que el año pasado. Estos supuestos de evolución del empleo y de la población activa redundan en una mejora de la tasa de paro, que pasará de un 11,3% en el conjunto de 2024 a un 10,7% en 2025.

Como es habitual, los riesgos alrededor del escenario son múltiples y materiales. Los principales riesgos alcistas están relacionados con un mayor ritmo de crecimiento de lo anticipado del consumo y la inversión si se aceleran las bajadas de tipos o los hogares liberan el ahorro acumulado de forma más acusada. La posibilidad de un alto el fuego en Ucrania también podría redundar en una bajada del precio de la energía. Sin embargo, los principales riesgos siguen apuntando a la baja y son de carácter geopolítico. En el plano internacional, un aumento de las tensiones comerciales entre EE. UU. y la UE por encima de lo esperado podría tener un mayor impacto negativo sobre los flujos comerciales y, por ende, el crecimiento de nuestra economía y la de nuestros socios comerciales. Asimismo, no se puede descartar la posibilidad de una mayor escalada del conflicto en Oriente Medio, que podría provocar un fuerte aumento de los precios del petróleo. En el plano nacional, es importante que la ejecución de los fondos NGEU vaya ganando tracción y apoye la recuperación de la inversión empresarial.¹

Oriol Carreras Baquer y Zoel Martín Vilató

1. Véase el artículo «[Cómo están yendo en España los fondos NGEU: pan para hoy y esperanzas para mañana](#)», en el Dossier de este mismo informe.

Excelentes registros del sector exterior en 2024

El elevado dinamismo que está mostrando la economía española, con un crecimiento del PIB en 2024 que alcanzó el 3,2% y superó las previsiones de organismos y analistas, viene explicado, en gran medida, por el excelente comportamiento del sector exterior. Este se apoya, especialmente, en las exportaciones de servicios, donde destaca la habitual robustez del turismo, pero también el fuerte crecimiento de los servicios no turísticos.

El intercambio de bienes, servicios y rentas de la economía española con el exterior (balanza por cuenta corriente) arrojó en 2024 un superávit del 3,0% del PIB (2,7% el año anterior), un nivel muy cercano al récord histórico alcanzado en 2016 (3,1%). Salvo la subbalanza de rentas, cuyo déficit se estabilizó en el 1,3% del PIB,¹ el resto contribuyó a la mejora del saldo corriente, tanto la ligera corrección del déficit comercial –en concreto, del componente energético, gracias al intenso abaratamiento de las importaciones– como la ampliación del superávit de servicios, fundamentalmente del turismo.

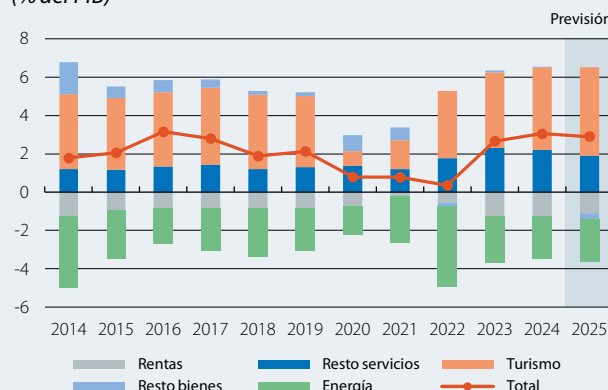
El déficit comercial en términos de la balanza de pagos difiere ligeramente del registrado en términos de aduanas, ya que incluye algunos ajustes.² A falta de conocer los datos de cierre de la cuenta de bienes de la balanza de pagos, estimamos que su déficit habría pasado del 2,3% del PIB en 2023 al 2,1%-2,2% en 2024. A pesar del saldo negativo de la balanza comercial en términos globales, España presenta importantes superávits con algunos de sus principales socios europeos –superávits que, además, se han incrementado en los últimos años–, gracias, principalmente, al automóvil y, sobre todo, a la alimentación (véase el segundo y tercer gráfico). En sentido contrario, se han ampliado los déficits con Alemania (los déficits de semimanufacturas y bienes de equipo son parcialmente contrarrestados por el superávit de alimentación), China (bienes de equipo y manufacturas de consumo explican el 75% del desequilibrio) y EE. UU., cuyo balance se ha deteriorado notablemente en los últimos años, impulsado por el componente energético.

Por lo que respecta a la balanza de servicios, los datos de turismo en 2024 fueron espectaculares: el superávit anotó

1. Con datos hasta septiembre, el déficit de rentas primarias se amplió un 21,0% interanual, por el mayor crecimiento de los pagos, sobre todo de rentas de la inversión de instituciones financieras monetarias (IFM) y Administraciones públicas. En cambio, el déficit de rentas secundarias se redujo un 8,2% interanual, influido, como viene siendo habitual en los últimos años, por la recepción de fondos NGEU.

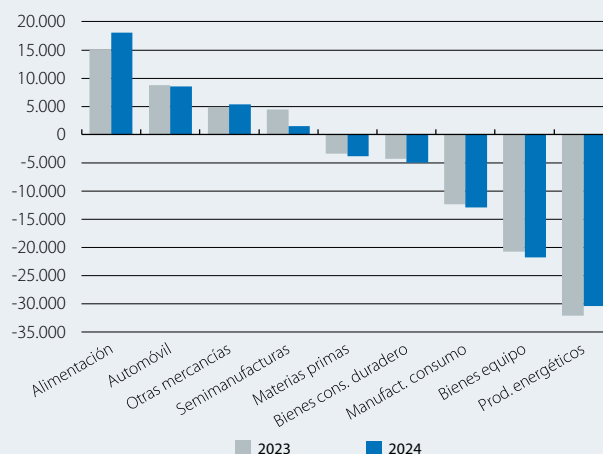
2. Básicamente, las diferencias entre aduanas y balanza de pagos (BP) son: (i) en aduanas las importaciones se valoran CIF (se incluyen los importes de los servicios de fletes y seguros asociados a las importaciones) y en la BP se valoran FOB, (ii) la BP incluye operaciones no cubiertas por las estadísticas de aduanas (bienes que no cruzan la frontera, pero sí cambian su propiedad económica) y excluye otras (mercancías que cruzan la frontera sin cambio de propiedad), y (iii) la BP incluye estimaciones realizadas por el INE de actividades ilegales relacionadas con el comercio internacional de bienes.

España: balanza por cuenta corriente (% del PIB)



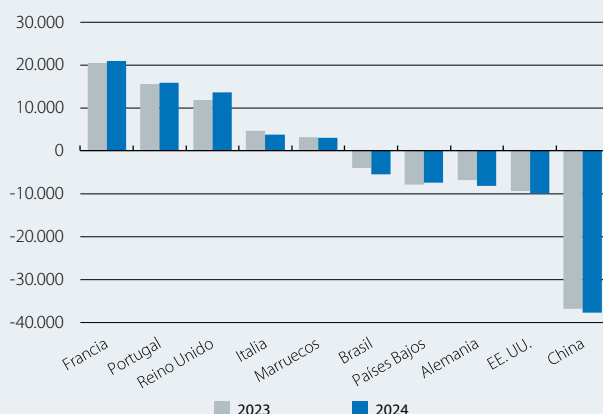
Nota: Datos de comercio de bienes energéticos según la clasificación de Grupos de Utilización.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España y de Aduanas.

España: saldo comercial por sectores (Millones de euros)



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

España: saldo comercial por países (Millones de euros)



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

un crecimiento del 16,4% hasta 68.400 millones de euros, nuevo máximo histórico y equivalente al 4,3% del PIB (3,9% en 2023); 93,8 millones de turistas llegaron a nuestro país, un 10,1% más que el año anterior, y los ingresos turísticos rozaron los 98.600 millones de euros, un 15,9% más; cifras récord en ambos casos. Los pagos turísticos crecieron algo por debajo pero también a buen ritmo, un 14,7%, una señal de que los viajes de los españoles al extranjero se están recuperando con fuerza tras el brusco parón provocado por la pandemia.³

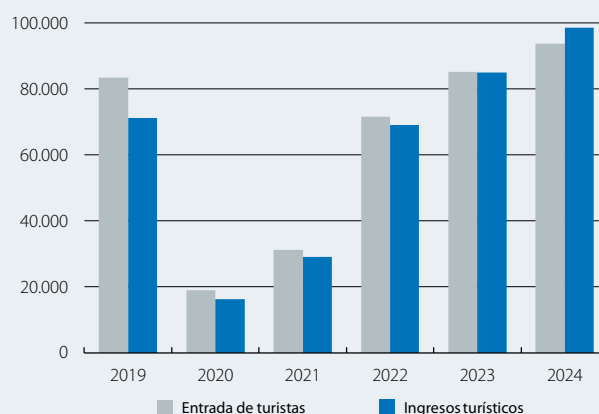
En cuanto al saldo de los servicios no turísticos, los datos disponibles (tres primeros trimestres de 2024) apuntan a una ligera reducción de su superávit, tras el récord alcanzado el año anterior (2,3% del PIB). Esto se explica por el extraordinario crecimiento de las importaciones, que duplicó al de las exportaciones (18,3% interanual vs. 9,0%). Por tipo de servicio, el saldo positivo acumulado hasta septiembre es generalizado, salvo en seguros y pensiones y propiedad intelectual; respecto al año anterior, contrasta la mejora de los superávits de servicios financieros y empresariales con el intenso deterioro en el caso del transporte.

Para 2025 esperamos que el saldo de la balanza corriente siga arrojando superávit, aunque algo inferior al de 2024 (se situará por debajo del 3,0% del PIB) debido a un ligero aumento del déficit de la balanza de bienes, que se verá parcialmente compensado por un menor déficit de rentas y un aumento del superávit de servicios.

Por un lado, probablemente asistiremos a un repunte de las importaciones de mercancías, impulsadas por el mayor vigor esperado de la demanda interna y mayores presiones de los precios de importación. Por su parte, la evolución de las exportaciones está condicionada por la atonía de nuestros principales socios comerciales de la eurozona, sin olvidar el impacto que pueda tener la política arancelaria –de EE. UU., que se ha convertido en uno de los principales riesgos que rodean el escenario macroeconómico para este año–.⁴ Por todo ello, prevemos un aumento del déficit comercial de unas 3 décimas en términos de PIB, hasta el entorno del 2,5% del PIB.

Por lo que respecta al turismo, esperamos una normalización de sus ritmos de crecimiento, dados los elevados niveles alcanzados. En todo caso, algunos factores continuarán apuntalando su desempeño, como el intenso proceso de desestacionalización en el que está inmerso el sector o la recuperación de la renta disponible real en los

España: evolución del turismo (Miles de personas y millones de euros)



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

países emisores; además, la incertidumbre geopolítica y la inestabilidad crónica en Oriente Medio pueden favorecer a España como destino seguro y estable.⁵ En consecuencia, el superávit turístico podría seguir aumentando en unas pocas décimas de PIB hasta el 4,6%.

Por último, esperamos una ligera corrección del déficit de la balanza de rentas, 2 décimas hasta el 1,1% del PIB, como consecuencia de la caída de los tipos de interés.

Anna Bahí Esteba y Sergio Díaz Valverde

3. El 34,3% del gasto turístico de los españoles en 2024 (datos de enero a septiembre) se efectuó en el extranjero, porcentaje que ya supera los registros del periodo prepandemia (32,7% en 2015-2019).

4. Para más información, véanse los Focus «Exposición de la economía europea a un aumento de aranceles en EE. UU.» e «Impacto de la subida de aranceles sobre las exportaciones españolas a EE. UU.: ¿qué sectores pueden verse más afectados?», ambos en el IM12/2024.

5. Para un análisis en profundidad de la evolución reciente y perspectivas del sector turístico, véase el IS Turismo 1S 2025.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Industria									
Índice de producción industrial	-1,4	0,4	-0,5	0,2	0,5	1,3	2,1	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,5	-4,9	-5,1	-5,5	-2,9	-6,0	-4,6	-4,4	-6,2
PMI de manufacturas (valor)	48,0	52,2	50,7	52,8	51,5	53,6	53,3	50,9	49,7
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,5	16,7	2,0	4,6	10,2	16,7	16,7	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-10,2	10,0	-11,0	-10,0	-1,1	10,0	10,0	...	...
Precio de la vivienda	4,0	...	6,3	7,8	8,2	...	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	15,8	14,3	12,3	10,1	10,1	9,7	...
PMI de servicios (valor)	53,6	55,3	54,3	56,6	55,2	55,1	57,3	54,9	56,2
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,5	1,7	1,1	0,5	2,6	2,8	4,0	...	...
Matriculaciones de automóviles	16,7	7,2	3,3	8,5	1,7	14,4	28,8	5,3	10,5
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-19,2	...	-17,2	-14,5	-13,7	...	...	...	...
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	3,1	2,2	3,0	2,0	1,8	2,2	...	...	...
Tasa de paro (% de la población activa)	12,2	11,3	12,3	11,3	11,2	10,6	...	...	...
Afiliados a la Seguridad Social ³	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
PIB	2,7	3,2	2,7	3,3	3,5	3,5	...	...	...

Precios

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
General	3,5	2,8	3,1	3,5	2,2	2,4	2,8	2,9	3,0
Subyacente	6,0	2,9	3,5	3,0	2,6	2,5	2,6	2,4	2,1

Sector exterior

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-6,9	-4,9	-1,8	0,2	0,2	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-9,8	-7,1	-3,1	0,1	0,1	...	...
Saldo corriente	39,8	48,4	41,2	45,4	49,6	48,4	48,4	...	...
Bienes y servicios	58,8	68,4	60,5	65,5	69,3	68,4	68,4	...	...
Rentas primarias y secundarias	-19,1	-20,1	-19,2	-20,1	-19,7	-20,1	-20,1	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	56,0	65,0	56,0	61,5	66,2	65,0	65,0	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	0,3	5,0	3,3	5,2	4,3	5,0	5,0	5,4	...
A la vista y preaviso	-7,4	1,9	-5,2	-1,9	-1,6	1,9	1,9	3,1	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	100,5	23,7	96,7	68,0	47,5	23,7	23,7	18,8	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	0,5	23,0	-4,6	-4,1	14,8	23,0	23,0	22,7	...
TOTAL	0,3	6,2	2,7	4,5	5,1	6,2	6,2	6,6	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	-3,4	0,6	-2,6	-1,3	-0,3	0,6	0,6	1,4	...
Empresas no financieras	-4,7	0,3	-3,6	-1,8	-0,6	0,3	0,3	1,5	...
Hogares - viviendas	-3,2	0,5	-2,5	-1,5	-0,7	0,5	0,5	0,8	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	1,8	-0,1	0,7	1,2	1,8	1,8	2,8	...
Administraciones públicas	-3,5	-2,8	-4,8	-2,7	-5,4	-2,8	-2,8	-0,9	...
TOTAL	-3,4	0,4	-2,7	-1,4	-0,7	0,4	0,4	1,2	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,5	3,3	3,6	3,4	3,4	3,3	3,3	...	...

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

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

Esperamos un crecimiento del PIB portugués del 2,4% en 2025

La economía portuguesa va a contar en 2025 con un notable efecto arrastre derivado del fuerte avance del PIB en el 4T 2024. Así, aunque el PIB anote crecimientos intertrimestrales nulos en los cuatro trimestres del año, en media anual el crecimiento ya sería de un 1,3%, lo que constituye un soporte importante para el crecimiento económico en 2025, teniendo en cuenta la posibilidad de que el entorno internacional, que se presenta muy incierto, pueda tener un impacto desfavorable en la actividad. En este contexto, hemos revisado 1 décima al alza la previsión de crecimiento del PIB en 2025, hasta el 2,4%.

En el inicio de año, los indicadores disponibles revelan comportamientos mixtos, sugiriendo un crecimiento menos dinámico en el 1T. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea baja a 103,9 puntos en febrero, comparado con niveles en torno a los 107 puntos en los meses anteriores. En el lado positivo, el indicador de pagos con tarjetas en enero apunta que el consumo se mantiene robusto, sobre todo en bienes de consumo no duraderos.

La inflación baja 1 décima en febrero, hasta el 2,4%, y la subyacente se sitúa en el 2,4%, frente al 2,7% de enero. Hemos revisado al alza la previsión de inflación media en 2025, al 2,2%, tanto para la inflación general como para la subyacente, debido a un mayor tono de la actividad económica y al notable crecimiento de los salarios.

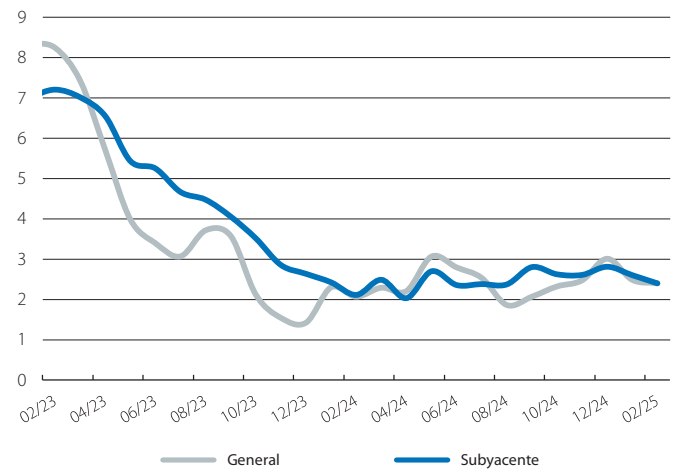
El empleo alcanza máximos históricos y supera las expectativas, con un aumento en 2024 del 1,2% frente al 1,0% que habíamos previsto. La media anual de la tasa de paro bajó hasta el 6,5%. Esperamos que el empleo avance a un ritmo anual promedio del 1,2% en los próximos tres años y que la tasa de paro se mantenga en torno al 6,4% debido a unos intensos, aunque decrecientes, flujos migratorios.

Aumenta el superávit por cuenta corriente en 2024 y asciende a 6.143 millones de euros, el 2,2% del PIB frente al 0,6% del PIB de 2023. La mejora del superávit de la balanza de servicios, tanto en turismo como en otros servicios, y la reducción del déficit energético y de la balanza de rentas son los principales responsables de esta mejora. Las perspectivas para 2025 continúan siendo positivas y anticipamos un excedente en un nivel cercano al de 2024. El notable superávit externo ha tenido su reflejo en la reducción de la deuda externa, que en 2024 representó el 44,5% del PIB, el más bajo desde 2005, y la posición deudora de inversión internacional se redujo al 58,5% del PIB.

Estimamos que la ratio de deuda pública cerró 2024 en el 95,3% del PIB, lo que, de confirmarse (dependiendo del valor final del PIB nominal), supone una reducción de 2,6 p. p. respecto a 2023 y representa la ratio más baja desde 2009. Para 2025, la ratio debería acercarse al 90% del PIB, resultado del dinamismo de la actividad económica y, en menor medida, del saldo primario positivo.

Portugal: IPC

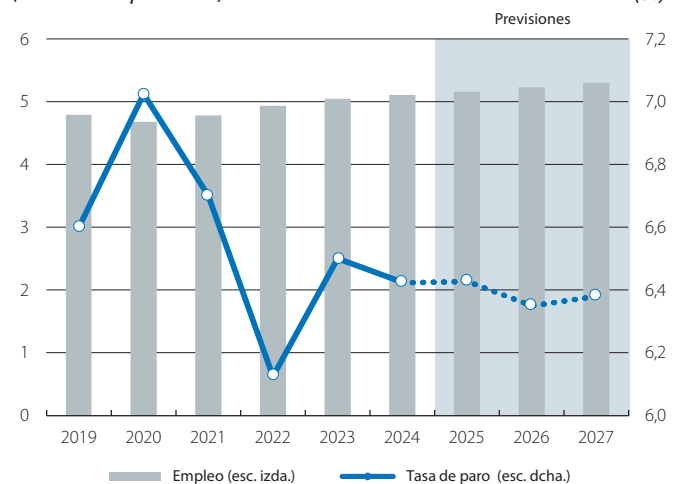
Variación interanual (%)



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

Portugal: mercado de trabajo

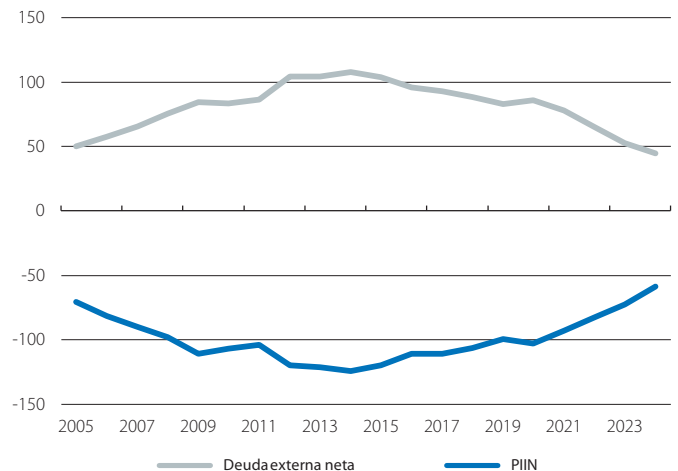
(Millones de personas)



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

Portugal: deuda externa neta y PIIN *

(En % del PIB)



Nota: * Posición de la Inversión Internacional Neta.

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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Índice coincidente de actividad	3,5	1,8	2,2	1,7	1,6	1,8	1,7	1,6	...
Industria									
Índice de producción industrial	-3,1	0,3	1,4	1,4	-0,8	-1,0	-4,9	-4,3	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,4	-6,2	-7,9	-6,7	-6,2	-3,9	-4,1	-4,7	-5,2
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	7,5	4,9	-17,5	8,4	12,4	20,2	21,4	...	...
Compraventa de viviendas	-18,7	...	-4,1	10,4	19,4	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	9,1	8,5	5,5	6,8	8,5	13,2	13,7	14,5	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	13,1	9,5	7,8	6,3	6,3	6,4	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	7,6	5,5	6,3	4,3	-0,4	11,9	17,9	20,2	16,5
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,1	3,3	1,8	2,2	3,9	5,5	5,1	5,3	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,9	3,1	2,6	2,6	3,1	3,9	4,0	4,1	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-24,6	-18,7	-14,3	-14,3	-15,0	-15,1	-15,3
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	1,2	1,4	1,0	1,2	1,3	1,5	2,1	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,5	6,4	6,8	6,1	6,1	6,7	6,4	6,2	...
PIB	2,6	1,9	1,4	1,5	1,9	2,8	-	-	-

Precios

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
General	4,4	2,4	2,2	2,7	2,2	2,6	3,0	2,5	2,4
Subyacente	5,1	2,5	2,3	2,4	2,5	2,7	2,8	2,7	2,4

Sector exterior

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	2,5	-5,5	-3,7	0,8	2,5	2,5	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-4,0	1,9	-7,3	-5,6	-0,9	1,9	1,9	...	...
Saldo corriente	1,5	6,1	3,2	4,2	5,2	6,1	6,1	...	...
Bienes y servicios	4,0	6,7	5,2	5,7	6,1	6,7	6,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,5	-0,5	-2,0	-1,5	-0,9	-0,5	-0,5	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	5,3	9,3	7,1	7,9	8,6	9,3	9,3	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	12/24	01/25	02/25
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	-2,3	7,5	2,7	5,6	6,0	7,5	7,5	7,3	...
A la vista y ahorro	-18,5	-0,3	-14,8	-8,6	-6,7	-0,3	-0,3	2,0	...
A plazo y preaviso	22,2	15,3	27,1	24,0	20,9	15,3	15,3	12,5	...
Depósitos de AA. PP.	-12,4	26,7	9,1	4,5	29,1	26,7	26,7	27,1	...
TOTAL	-2,6	7,9	2,9	5,6	6,7	7,9	7,9	7,8	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	-1,5	2,2	-0,8	-0,3	1,1	2,2	2,2	2,9	...
Empresas no financieras	-2,1	-0,4	-1,7	-1,7	-0,6	-0,4	-0,4	0,9	...
Hogares - viviendas	-1,4	3,3	-0,7	0,1	1,5	3,3	3,3	4,0	...
Hogares - otras finalidades	-0,3	4,8	1,5	2,5	4,0	4,8	4,8	4,7	...
Administraciones públicas	-5,5	0,6	5,9	-5,8	-4,1	0,6	0,6	-0,3	...
TOTAL	-1,7	2,1	-0,5	-0,5	0,9	2,1	2,1	2,8	...
Tasa de morosidad (%) ²	2,7	...	2,7	2,6	2,6	...	-	-	-

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

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

Fondos NGEU: ¿cuál es su estado de implementación a nivel europeo?

Han transcurrido ya casi cinco años desde los históricos acuerdos para financiar el mayor programa conjunto de estímulo económico de la UE. Los fondos Next Generation EU (NGEU) se diseñaron con el doble objetivo de contribuir a superar, a corto plazo, los efectos adversos de la pandemia de COVID-19 y, a medio plazo, a apoyar la transformación estructural de la economía europea. Repasamos aquí lo conseguido hasta el momento y lo que queda pendiente.

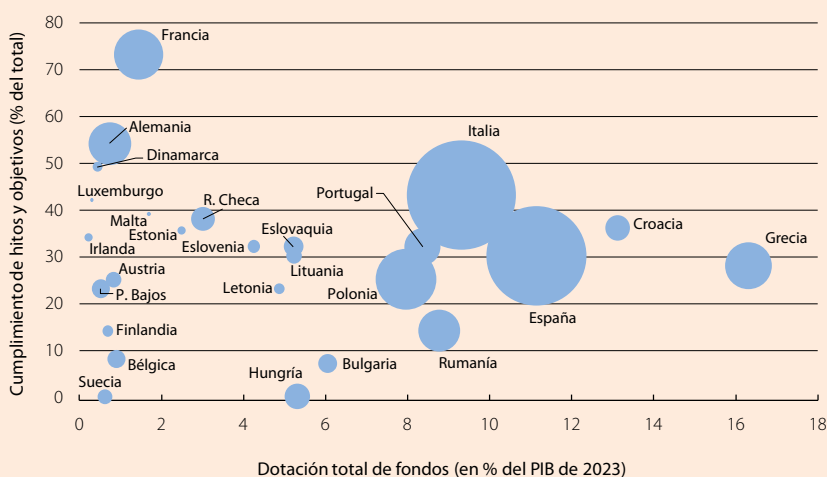
Avances, pero con progreso heterogéneo y más lento de lo previsto

La piedra angular de los fondos NGEU fue la creación del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), inicialmente dotado con cerca de 725 mil millones de euros (mM€) en subvenciones y préstamos destinados a inversiones y reformas estructuradas en seis pilares de actuación: transición verde, transformación digital, crecimiento sostenible, cohesión, resiliencia y juventud. A diferencia de los fondos europeos tradicionales, con un enfoque de justificación de costes, este instrumento consiste en la transferencia de recursos condicionada al cumplimiento por parte de los Estados miembros de una serie de hitos y objetivos definidos en sus Planes de Recuperación y Resiliencia (PRR).

Según la herramienta de seguimiento del MRR,¹ la Comisión Europea ha desembolsado hasta el momento 306 mM€,² cerca del 50% del volumen total de la dotación final de fondos,³ incluyendo 67 mM€ en concepto de prefinanciación y 239 mM€ como resultado de 64 peticiones de pago por parte de los Estados miembros. Estos fondos se corresponden con el cumplimiento de un 28% del conjunto de hitos y objetivos recogidos en todos los PRR nacionales. De forma coherente con el diseño inicial de los planes y el objetivo de reforzar la complementariedad entre ambos tipos de medidas, el progreso relativo es mayor en las reformas (39%) que en las inversiones (21%).⁴

Por países, el progreso es muy heterogéneo (véase el primer gráfico). Centrándonos en los Estados miembros con una mayor dotación relativa de fondos respecto a su PIB, Italia y Croacia muestran el porcentaje de cumplimiento de hitos y objetivos más elevado, en torno al 40%, seguidos por Portugal, España, Grecia y Polonia, con alrededor del 30%. Por el contrario, destaca el bajo grado de progreso en Rumanía y Bulgaria (por debajo del 15%), así como el hecho de que Hungría no haya realizado todavía ninguna solicitud de desembolso (aunque sí ha recibido fondos en concepto de prefinanciación).

Cumplimiento de hitos y objetivos de los PRR



Nota: El área de los círculos es proporcional a la dotación total de fondos en euros nominales.

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

El estudio independiente para la evaluación intermedia del MRR publicado en 2024⁵ constataba el despliegue incipiente de las inversiones, que tienen su foco en la doble transición verde y digital,⁶ al tiempo que destacaba las reformas realizadas en el ámbito del mercado de trabajo, protección social y educación (con mención destacada a la reforma laboral de 2021 en España y su papel en la reducción de la temporalidad en el sector privado), en la Administración pública, gobernanza y justicia (como las realizadas en Italia y Croacia), así como la simplificación regulatoria e incentivos para inversiones en energías renovables, transporte sostenible y desarrollo de 5G y banda ancha (por ejemplo, en Italia, Alemania y Bélgica).

1. Véase Comisión Europea. «[Recovery and Resilience Scoreboard](#)».

2. 197 mM€ en concepto de subvenciones y 109 mM€ en concepto de préstamos.

3. Un total de 650 mM€, que incluyen la solicitud de un 76% de los préstamos disponibles y 22 mM€ adicionales en subvenciones para reformas e inversiones relacionadas con el Plan REPowerEU, aprobado en 2022, como respuesta a la invasión de Ucrania y el *shock* energético asociado.

4. Más detalles en los informes anuales del MRR, el último publicado en octubre de 2024.

5. Corti, F., Nigohosyan, D., Pancotti, C. y Millard, S. (2023). «Study supporting the mid-term Evaluation of the Recovery and Resilience Facility», Comisión Europea.

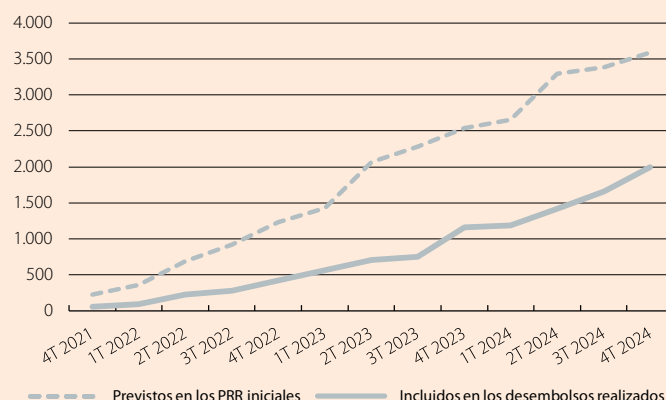
6. Según la regulación, un mínimo del 37% de la dotación de fondos en los PRR debe ser destinado a la transición verde y un mínimo del 20% a la transformación digital.

A pesar de los avances conseguidos, la implementación de los PRR ha sido más lenta de lo inicialmente previsto (véase el segundo gráfico). Los cerca de 2.000 hitos y objetivos alcanzados hasta el momento representan en torno al 60% de los previstos para estas fechas por los planes iniciales adoptados en 2021-2022. Entre los factores explicativos, la evaluación intermedia del MRR hace hincapié en una limitada capacidad administrativa para absorber un volumen elevado de fondos, a lo que habría que sumar una mayor frecuencia en las modificaciones de los PRR iniciales.⁷ También ha tenido un impacto negativo la escalada de precios tras la invasión de Ucrania, que habría depreciado el valor de la dotación de fondos en torno a un 10% respecto a la previsión inicial,⁸ con un encarecimiento especialmente intenso de los materiales de construcción.

En definitiva, vemos que hay mucho por hacer todavía en la ejecución de los fondos NGEU, incluidos los países que muestran hasta el momento un mayor progreso. Para ello será necesario acelerar las reformas e inversiones comprometidas, pero manteniendo un necesario equilibrio con la relevancia de las medidas adoptadas.⁹ Mejorar la capacidad de crecimiento económico futuro de la UE bien merece un esfuerzo.

David Martínez Turégano

Cumplimiento de hitos y objetivos de los PRR (Número acumulado)



Nota: La previsión está basada en el anexo de la primera decisión de implementación del Consejo, aplicando un retardo de seis meses sobre la fecha orientativa para reflejar el procedimiento de cada petición de pago, que incluye el envío de la solicitud del país miembro, la evaluación de la Comisión y la adopción por parte del Consejo.

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

7. Con el objeto de simplificar y acelerar estas modificaciones, la Comisión Europea actualizó en julio de 2024 su orientación a los Estados miembros.

8. Tomamos como referencia la desviación acumulada del deflactor del PIB en el periodo 2022-2024 comparada con las previsiones de otoño de 2021 de la Comisión Europea.

9. Véase el artículo «Fondos NGEU: qué podemos decir sobre su impacto y desafíos de futuro» en este mismo Dossier.

Fondos NGEU: qué podemos decir sobre su impacto y desafíos de futuro

A diferencia del seguimiento sobre el cumplimiento de los hitos y objetivos de los Planes de Recuperación y Resiliencia (PRR),¹ la evaluación de dónde estamos en su implementación se complica cuando tratamos de cuantificar su efecto macroeconómico y su capacidad transformadora sobre la economía europea. Esto cobra mayor relevancia ante los desafíos que plantea el cada vez más complejo escenario geopolítico.

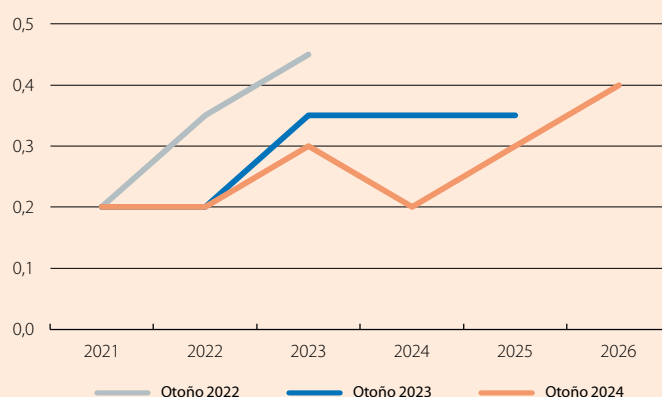
El impacto a medio plazo como gran incógnita

La Comisión Europea ha publicado hasta el momento dos ejercicios de proyecciones sobre el impacto del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR). El primero en 2021, con la aprobación de los PRR, que situaba el pico de impacto sobre el nivel de PIB en 2026 en una horquilla del 0,7%-1,2%,² y el segundo en 2023, para reflejar la revisión de los PRR, incluir un perfil temporal de pagos más realista y recoger el impacto del *shock* energético tras la invasión en Ucrania, que situó dicho rango en el 0,9%-1,4%.³ Estas últimas proyecciones, que apenas modificaron las iniciales, han quedado ya desfasadas al no reflejar el avance más lento de lo previsto en la implementación de los PRR, aspecto que la Comisión Europea sí que ha venido mostrando en su ciclo de previsiones bianuales, en el que ha revisado a la baja el impulso fiscal derivado del gasto público financiado con fondos europeos (véase el gráfico). En esta misma línea, recientemente el BCE estimó para la eurozona que el impacto sobre el PIB había sido de apenas 1 o 2 décimas en el periodo 2021-2023, muy por debajo del 0,5% inicialmente previsto.⁴

A medio plazo, la horquilla de incertidumbre es mucho más amplia. Por el lado de las inversiones, la regulación del MRR establece que todas las solicitudes de pago deben haber sido cursadas antes del 31 de agosto de 2026, límite que, dada la tasa de cumplimiento actual de los hitos y objetivos, abre incógnitas sobre el porcentaje final de absorción de los fondos. Incluso en el caso de los préstamos, que pueden quedar constituidos en vehículos de financiación al sector privado y, por lo tanto, tener impacto más allá de 2026, queda la duda de cuál será la demanda efectiva de fondos y el grado de adicionalidad de esta.⁵ En cualquier caso, parece que el mero impulso fiscal tendrá un efecto macroeconómico muy limitado a medio plazo. La propia Comisión Europea, en su último ejercicio de proyecciones sobre el MRR, calculaba que el impacto acumulado sobre el nivel del PIB de la UE en 2031 se situará en la horquilla del 0,3%-0,7%, cifras similares a las que estima el BCE para la eurozona (0,2%-0,6%).

Y por el lado de las reformas, existe amplio consenso en el elevado margen que estas tienen para elevar el PIB y el crecimiento potencial de la economía europea.^{6,7} La evaluación intermedia del MRR destaca el alto grado de adicionalidad de las reformas contenidas en los PRR, así como su contribución a un mayor progreso en el cumplimiento de las recomendaciones específicas por país realizadas por el Consejo en el contexto del Semestre Europeo. Sin embargo, dada su relevancia para evaluar la capacidad transformadora del MRR, sería conveniente arrojar más luz sobre su perfil temporal de impacto y efectos cuantitativos, incluyendo su contribución a avanzar en los objetivos de la UE para 2030 en materia climática, energética, digital y social. La evaluación *ex post* prevista por la regulación para 2028 sería una buena ocasión para abordar estas carencias en el seguimiento sistemático del MRR. Por el momento, las estimaciones de referencia en este campo continúan siendo las del BCE, que para la eurozona anticipa un incremento del crecimiento potencial a medio plazo en la horquilla de 0,1-0,2 p. p., resultado en gran medida del impulso de las reformas estructurales sobre una mayor productividad total de los factores.

Impulso fiscal de NGEU y otros fondos europeos (Acumulado en % del PIB)



Nota: El impulso fiscal se define como la variación del gasto público que excede el crecimiento del PIB nominal potencial.

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

1. Véase el artículo «Fondos NGEU: ¿cuál es su estado de implementación a nivel europeo?» en este mismo Dossier.

2. Véase Pfeiffer, P. y Varga, J. (2021). «Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment», Discussion Paper n.º 144, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (DG ECFIN), Comisión Europea.

3. El nuevo perfil para el conjunto de la UE fue publicado en el documento de trabajo de la Comisión Europea que acompañaba la evaluación intermedia del MRR publicada en febrero de 2024.

4. Bańkowski, K. et al. (2024): «Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy», Occasional Paper n.º 362, BCE.

5. La adicionalidad se refiere a la utilización de fondos NGEU para fines que no habrían sido cubiertos en su ausencia.

6. Pfeiffer, P., Varga, J. e In't Veld, J. (2023). «Unleashing Potential: Model-Based Reform Benchmarking for EU Member States», Discussion Paper n.º 192, Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros (DG ECFIN), Comisión Europea.

7. Bańkowski, K. et al. (2022): «The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective», Occasional Paper n.º 291, BCE.

Retos en un nuevo contexto (geo)político

En los cinco años transcurridos desde la concepción de los fondos NGEU, tanto el panorama político europeo como el contexto geopolítico global han experimentado grandes transformaciones. Diferentes elecciones nacionales y las celebradas en el Parlamento Europeo en 2024 han incrementado la representatividad de partidos euroescépticos, siendo la nueva Comisión Europea la que menor apoyo ha recibido en el nombramiento de sus miembros. La creciente fragmentación interna plantea una aritmética política complicada para avanzar en la agenda europea y afrontar los desafíos en los próximos años. Entre ellos destacan la negociación sobre el nuevo marco plurianual financiero 2028-2034 y el despliegue del plan de competitividad de la Comisión Europea, basado en las recomendaciones del informe Draghi.⁸ Ambos elementos deberían tomar el relevo del impulso transformador de los PRR, particularmente en áreas donde el déficit sigue siendo relevante, como el desarrollo y uso de la inteligencia artificial, la excesiva carga regulatoria de las empresas o la ausencia de un mercado único de capitales.⁹

El entorno internacional también se ha vuelto más complejo. A la guerra en Ucrania, territorio fronterizo con la UE y con el que se han iniciado conversaciones de adhesión, se une ahora, más allá de la amenaza proteccionista, la incertidumbre en las relaciones con la nueva Administración Trump. La UE enfrenta una mayor fragmentación geopolítica mundial con dependencias estratégicas muy acusadas en materia de defensa, tecnología y energía limpia. Estos elementos pueden marcar un cambio en las prioridades de gasto en la recta final de los fondos NGEU, más si cabe con el espacio fiscal reducido con el que cuentan un buen número de Estados miembros.¹⁰ Para ello habrá que hacer uso de los grados de flexibilidad existentes, también para buscar consensos necesarios que no diluyan los buenos propósitos definidos en 2020.

David Martínez Turégano

8. Véase el Focus «[Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas](#)» en el IM10/2024.

9. Véanse los artículos del Dossier «[Unida en la diversidad: los desafíos económicos de Europa](#)» en el IM06/2024.

10. Véase el Focus «[El nuevo marco de gobernanza económica de la UE](#)» en el IM01/2025.

Cómo están yendo en España los fondos NGEU: pan para hoy y esperanzas para mañana

El periodo de implementación del NGEU llega a sus últimos dos años. El programa arrancó en 2021 y tenemos hasta agosto de 2026 para cumplir todos los hitos y comprometer todas las inversiones, incluidas las financiadas con préstamos.¹

Recordemos que el plan NGEU consta para España de 80.000 millones de transferencias no reembolsables² y hasta 83.000 millones adicionales en préstamos para relanzar la economía tras la COVID en clave verde (destino del 40% de las inversiones) y digital (26%). Estas inversiones y reformas se vehiculan a través del Plan de Recuperación y de su adenda, que incorpora los préstamos.

Hasta la fecha, España ya ha cumplido con el 70% de las reformas del Plan, pero solo con el 15% de las inversiones, en parte por la propia naturaleza del Plan, que en los primeros años ponía más énfasis en las reformas, y en parte por algunos retrasos iniciales en la implementación.

¿Qué se ha hecho hasta ahora?

Hasta diciembre, se habían ejecutado 47.600 millones de euros, cuyo cumplimiento se refiere a convocatorias y licitaciones ya resueltas, representando el 60% de la asignación total de subvenciones del Plan. En 2024, se ejecutaron 14.400 millones de euros, cantidad ligeramente inferior a la de 2023 (16.450 millones) y algo superior a la de 2022 (12.400 millones).

Los PERTE, programas de colaboración público-privada, han avanzado con 16.000 millones de euros ejecutados de un presupuesto total de 43.600 millones. Destacan el PERTE del vehículo eléctrico conectado (4.000 millones ejecutados) y el PERTE de energías renovables (4.500 millones ejecutados).

Un informe del Banco de España muestra que el 45% de las empresas con proyectos financiados por el NGEU no habrían realizado tales inversiones sin el programa, y el 31% solo habrían realizado una parte de estos, lo que sugiere una adicionalidad relativamente elevada.³ Por componentes, son las inversiones relacionadas con la transición energética las que menos adicionalidad muestran: el 39% de las empresas las habrían realizado igualmente sin los NGEU, porcentaje que cae a alrededor del 20% de empresas en lo referente a inversiones digitales y de I+D+i.

Entre las reformas destacadas, la reforma laboral ha contribuido a reducir la temporalidad de la economía del 27% en 2021 al 12% actual y ha potenciado los ERTE como mecanismo de ajuste (mecanismo RED). La reforma de la formación profesional ha generalizado la formación dual, potenciando prácticas en empresas y ampliando el catálogo de estudios y financiación para nuevas plazas.

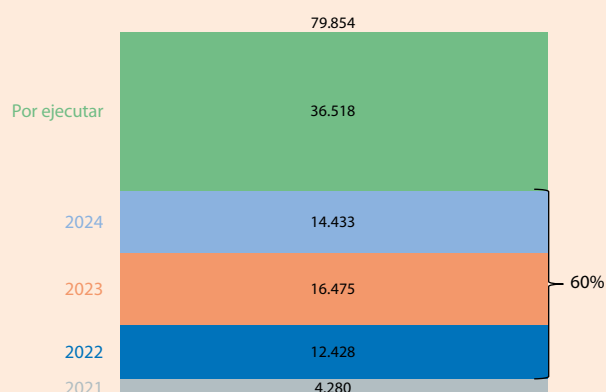
Ya se han activado las líneas de préstamos ICO destinadas a financiar el crecimiento del tejido empresarial y de proyectos que contribuyan a dinamizar la transición verde y digital, como la ICO verde (dotación de 22.000 millones) y la ICO emprendedores (8.150 millones). Asimismo, el ICO también se encarga del despliegue de los préstamos para la construcción de vivienda en régimen de alquiler social y asequible. La banca tiene que jugar un papel clave como intermediador de buena parte de estos fondos.

¿Qué falta por hacer?

Al analizar el Plan NGEU por componentes, se observa que se han ejecutado más del 65% de los fondos en infraestructuras de movilidad sostenible de larga distancia, movilidad urbana, modernización de las Administraciones públicas, conectividad digital y ciencia, tecnología e innovación. Sin embargo, falta por ejecutar la mayor parte del presupuesto en rehabilitación de viviendas, política industrial, renovables, recursos hídricos e hidrógeno verde.⁴ Para 2025, prevemos que se ejecuten cerca de 20.000 millones de euros en subvenciones, y que se empiecen a desplegar las inversiones de la adenda financiadas con préstamos, como la Línea ICO Verde. Será crucial desplegar los PERTE que todavía se hallan en sus fases iniciales, como el de los chips (12.250 millo-

Ejecución de los fondos europeos Next Generation EU

Total subvenciones (millones de euros)



Nota: Ejecución entendida como convocatorias y licitaciones resueltas.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del portal ELISA (Gobierno de España).

1. Para todos los detalles, véanse los artículos «Fondos NGEU: ¿cuál es su estado de implementación a nivel europeo?» y «Fondos NGEU: qué podemos decir sobre su impacto y desafíos de futuro» en este mismo Dossier.

2. Para completar los fondos europeos del NGEU, España también ha recibido unos 12.000 millones en transferencias del programa REACT-EU, destinados principalmente a programas de sanidad y educación de las comunidades autónomas.

3. Una inversión tendría adicionalidad si no se hubiera realizado en ausencia de estos fondos europeos. Véase el informe «La debilidad de la inversión empresarial en España tras la pandemia: un análisis basado en la EBAE», Banco de España, enero de 2025.

4. Según datos del monitor del PRTR de AIREF. Dotaciones totales a continuación en millones de euros. Movilidad sostenible larga distancia: 6.660, movilidad urbana: 6.500, modernización de las Administraciones públicas: 4.370, conectividad digital: 4.500, ciencia y tecnología e innovación: 4.190, vivienda: 6.800, política industrial: 5.850, renovables: 3.800, recursos hídricos: 3.300 y 3.150 en hidrógeno verde.

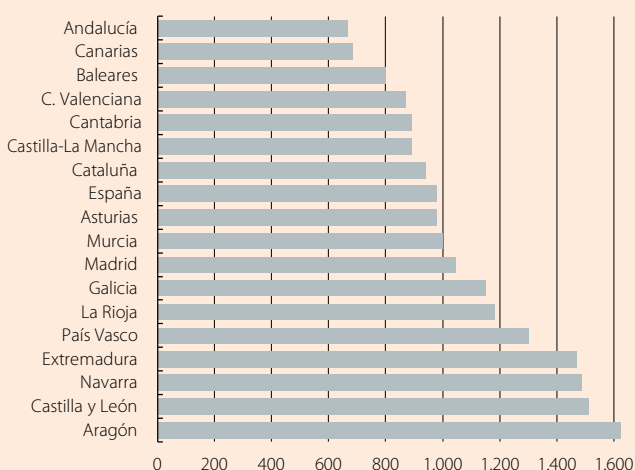
nes), ciclo del agua (3.055 millones) y descarbonización (3.170 millones). También se impulsará el RepowerEU, con cerca de 7.000 millones de euros de financiación para energía, de los cuales 4.200 millones son para el PERTE de renovables.

El Plan de Recuperación en España se centró en los primeros tres años en reformas, para luego enfocarse en hitos ligados a inversiones en 2024-2026. Los hitos más importantes pendientes incluyen: implantar zonas de bajas emisiones municipales, incrementar el uso de tecnologías digitales en 171.000 pymes, modernizar la irrigación de 160.000 hectáreas, renovar 285.000 viviendas con un ahorro energético mínimo del 30%, construir 20.000 viviendas sociales, desplegar 238.000 vehículos eléctricos y puntos de recarga, cubrir al 75% de la población con 5G, restaurar 145 kilómetros de zonas costeras degradadas y captar talento extranjero. Otras inversiones importantes que se deberían tener en cuenta de cara a futuro, si hubiera margen para redireccionar fondos, incluyen la renovación de infraestructuras hídricas para mitigar riesgos climáticos tras la DANA, aumentar la oferta de vivienda e invertir en inteligencia artificial en coordinación con Europa (en el actual plan español solo se dedican 538 millones a la IA).

Impacto macro y análisis regional

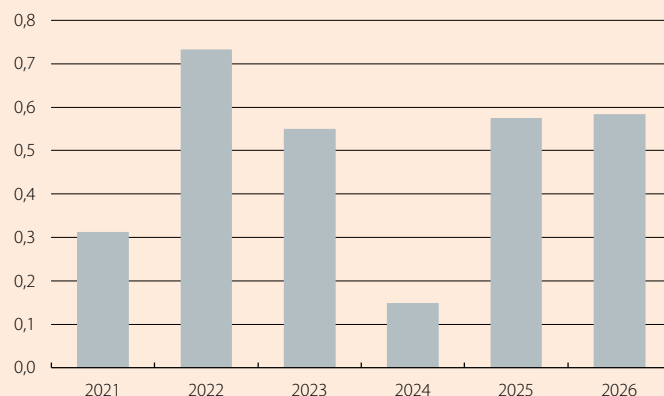
Medir el impacto macroeconómico de los fondos NGEU es complejo, ya que requiere hacer suposiciones sobre el multiplicador fiscal de las inversiones anuales y considerar si estas inversiones pudieran haber sido realizadas de todos modos por el sector privado. En este análisis, nos centramos en estimar el impacto macroeconómico de las inversiones financiadas con los fondos NGEU (subvenciones y préstamos) y excluimos el impacto a medio plazo de las reformas estructurales debido a la alta incertidumbre y complejidad en su estimación.

Fondos NGEU ejecutados per cápita 2021-2024



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del portal ELISA (Gobierno de España) y del INE.

Contribución al crecimiento del PIB (p. p.)



Nota: Suponemos que se ejecutan todas las subvenciones y, a modo ilustrativo, la mitad de los préstamos.

Fuente: Estimaciones de CaixaBank Research.

Se estima que el impacto acumulado de estas inversiones sobre la actividad económica bajo supuestos razonables⁵ será del 2,3% del PIB en 2025 y del 2,9% en 2026, lo que contribuirá al crecimiento económico en más de 0,5 p. p. en ambos años, superior a la aportación promedio de 0,4 p. p. en 2021-2024. Para el periodo 2024-2026, se espera un impacto económico superior al 2%, similar al 1,7% estimado por el BCE, siempre que los fondos se canalicen adecuadamente hacia proyectos productivos.

Una dimensión interesante y poco explorada es la ejecución de los fondos por comunidades autónomas, lo que afecta la convergencia regional. Entre las comunidades con mayor gasto ejecutado per cápita en 2021-2024 destacan Aragón, con importantes inversiones en renovables y la futura gigafactoría de Stellantis y CATL en Figueruelas; Castilla y León, con inversiones en agroalimentario, digitalización y pymes; Extremadura, con inversiones en infraestructuras ferroviarias y la construcción de una gigafactoría de litio en Navalmoral por parte de Envision-AESC, y País Vasco y Navarra, con inversiones en movilidad sostenible y renovables.

En definitiva, los fondos europeos están siendo un motor importante de la economía española y se acerca el momento de la verdad para acabar de ejecutarlos plenamente. Para ello habrá que ponerse el mono de trabajo y agilizar la carga burocrática. No podemos olvidar que falta trecho por recorrer y el tiempo apremia: España ha cumplido 131 hitos de los 328 recogidos en el plan inicial y faltan por cumplir el 85% de los objetivos ligados a inversiones.⁶

Javier García-Arenas

5. Multiplicador de 0,9 en el primer año, 0,6 en el segundo y va decreciendo hasta 0,2 en el quinto año tras la inversión. Suponemos que el grado de adicionalidad es 1, de tal forma que los fondos NGEU no están financiando parcialmente inversiones que el sector privado habría realizado de todos modos (*crowding-out*), pero tampoco ejercen como polo para aumentar las inversiones privadas (*crowding-in*). Para el ejercicio, hacemos el supuesto, a modo meramente ilustrativo, de un 50% de *take-up* de los préstamos, consistente con la demanda histórica de las líneas ICO, aunque el intervalo de confianza es en este caso muy amplio.

6. En este 85% contamos los objetivos ligados a inversiones que forman parte de la solicitud del quinto pago hecha en diciembre por España y que está examinando actualmente la Comisión. Si se avalúan positivamente, a España le quedará por cumplir el 75% de los objetivos ligados a inversiones.

Más allá del NGEU: inversiones en Europa para adaptarse y sobrevivir a los nuevos tiempos

Los fondos NGEU y los programas nacionales de inversiones en Alemania y Francia son el resultado de un largo proceso de cambios en los grandes bloques económicos, acelerado por la COVID y la guerra en Ucrania. Estos esfuerzos buscan redefinir y adaptar los modelos productivos a la transición energética y la digitalización en un contexto de incertidumbre y nuevas dinámicas geopolíticas. Estas líneas de actuación representan los principales pilares sobre los que se articula el plan Draghi, que establece que, para lograrlos, es necesario un impulso coordinado entre los Estados miembros y un importante esfuerzo de inversión pública, con la estrategia industrial y el mercado único como grandes prioridades. La Comisión Europea «recoge el guante» de Draghi y publica en enero su Brújula de la Competitividad, un calendario para implementar algunas de las principales propuestas de Draghi.

Los planes de Alemania y Francia en el marco del NGEU

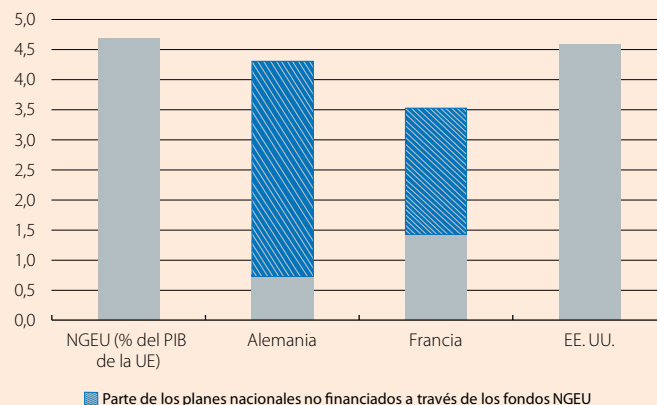
El NGEU, dotado con más de 800.000 millones de euros entre 2021 y 2026, es el mayor programa de estímulo en la economía europea en las últimas décadas. Inicialmente, se enfocó en ayudar a las economías más vulnerables y afectadas por la COVID, a través del apoyo a los cambios estructurales y proyectos relacionados con la transición verde y digital, muy en línea con las recomendaciones posteriores del informe Draghi.¹ Los NGEU fueron impulsados por Alemania y Francia, quienes, con una posición económica más robusta, se adelantaron y crearon sus propios planes nacionales de estímulo económico tras la pandemia. Posteriormente, una parte de las medidas incorporadas en los planes nacionales configuraron sus respectivos futuros planes de recuperación y resiliencia (PRR), elaborados en el marco del NGEU. Por ello, estos fondos financian solo una parte del importe total de sus planes nacionales: menos del 20% en el caso de Alemania y un 40% en el de Francia. Esto contrasta con Italia y España, cuyos planes de reactivación nacionales fueron los PRR, que se diseñaron para ajustarse al volumen de fondos NGEU disponibles.²

Francia lanzó en septiembre de 2020 el llamado *France Relance*, un paquete de medidas valorado en 100.000 millones de euros (3,5% del PIB de 2023) a desarrollar hasta 2030. El plan se diseña en torno a tres ejes, entre los que se asignan los fondos de manera equitativa. El primero, impulsar la transición energética. El segundo, reforzar la soberanía industrial del país para hacerlo más independiente y mejorar su competitividad. El tercero, mejorar la formación y el empleo, haciendo hincapié en la formación para jóvenes.

Alemania, por su parte, anunció en junio de 2020 un programa de estímulo de 130.000 millones de euros (3,1% del PIB de 2023), del cual casi un 40% se destinaba a financiar medidas en el ámbito de la transformación verde y digital (otros pilares del programa serían reducciones temporales del IVA, ayudas a los municipios y subsidios a familias). En marzo de 2021, creó el *German Future Fund*, un fondo dotado con 10.000 millones de euros para los siguientes 10 años dirigido, fundamentalmente, a financiar *startups* en fase de crecimiento con necesidades de capital elevadas, y que puede llegar a movilizar hasta 50.000 millones de euros, según estimaciones del propio Ministerio de Finanzas alemán, gracias a la participación de otros agentes, tanto públicos como privados, y al uso de diversos instrumentos financieros ya existentes.

La inversión pública en capital fijo parece estar reflejando el impacto de estos planes. Así, en Francia, su crecimiento medio anual entre el 2000 y el 2019 era inferior al 3,0%, mientras que desde 2020 ha subido al 4,7%. Más impacto se observa en Alemania, donde ha pasado de un crecimiento medio del 2,8% en el periodo 2000-2019, a alcanzar un 6,0% en media desde 2020.

Importe de los planes de reforma elaborados
(% del PIB de 2023 de cada país)



Nota: Datos de EE. UU. representan el rango alto estimado para el programa IRA y el Chips Act. Para más detalles, véase la sección de EE. UU. en este mismo Dossier.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de AMECO, del Parlamento Europeo, de la CBO y de Goldman Sachs.

1. Véase al artículo «[Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas](#)», en el IM10/2024.

2. Véase el artículo «[Fondos NGEU: ¿cuál es su estado de implementación a nivel europeo](#)» en este mismo Dossier.

El plan Draghi busca consolidar el modelo NGEU

El plan NGEU busca mejorar la cohesión y acelerar la convergencia económica entre los Estados miembros, con un enfoque en la transición energética y digitalización. Financiado mediante emisiones de deuda conjunta, sienta un precedente importante. El informe Draghi recomienda ir más allá del NGEU, proponiendo un mecanismo similar para financiar una parte de los 800.000 millones de euros al año que el plan pretende movilizar (casi el 5,0% del PIB de la UE) en sectores clave como semiconductores, IA, defensa, energía y telecomunicaciones, con una inversión de un 80% privada y un 20% pública. También sugiere más ayudas para reducir desventajas en automoción y tecnología frente a China.

La UE presentó a principios de 2025 la Brújula de la Competitividad para implementar las principales recomendaciones del informe Draghi³ durante los próximos cinco años. El plan se articula en tres pilares: innovación, descarbonización competitiva y seguridad económica. Para ello, establece cinco estrategias clave: simplificar regulación, integrar el mercado único, impulsar la financiación con nuevos productos de ahorro-inversión, mejorar habilidades laborales y coordinar instrumentos europeos. Resulta positivo constatar que alguno de los elementos que generan, en principio, más consenso entre los países miembros (simplificación regulatoria y reducción del coste de la energía) encabezan el calendario de medidas a implementar y, de hecho, a finales de febrero ya se anunciaron las primeras iniciativas (que ahora toca discutir y aprobar en el Consejo y Parlamento Europeo). Sin embargo, aspectos relevantes para reducir la fragmentación del mercado interior se han atrasado hasta comienzos del próximo año y falta detalle sobre cómo se financiarán estos esfuerzos.

Futuros retos

Los fondos NGEU y los planes nacionales de Francia y Alemania se enmarcan en un proceso de transformación necesario en el contexto de cambios globales. Europa busca reforzar su autonomía estratégica, diversificando relaciones comerciales y promoviendo políticas industriales que reduzcan su dependencia de actores externos.

Sin embargo, la nueva Administración Trump está acelerando un cambio estructural en la geopolítica global. Europa deberá aumentar su gasto en defensa para reducir su dependencia de EE. UU. en seguridad, lo que implicará mayor presión sobre las cuentas públicas en pleno proceso de consolidación fiscal.⁴ El reto es compatibilizar esta necesidad con el desarrollo de otras áreas clave, como la transición energética y una nueva política industrial, que ya se venían impulsando a través de los NGEU. La Brújula de la Competitividad marca un calendario para estos hitos, aunque el contexto geopolítico actual puede provocar un cambio en las prioridades y alguna de ellas, como la de diseñar una nueva política de defensa en la UE, puede enfrentarse a negociaciones muy complejas para alcanzar un consenso.

Rita Sánchez Soliva

3. A Competitiveness Compass for the EU: https://commission.europa.eu/document/download/10017eb1-4722-4333-add2-e0ed18105a34_en

4. A este respecto, se ha abierto un debate en el seno de la UE para excluir el gasto en defensa del cómputo del déficit fiscal bajo las normas del Pacto de Estabilidad y Crecimiento. También se está planteando la posibilidad de destinar a defensa aquellos fondos NGEU que finalmente no se gasten.

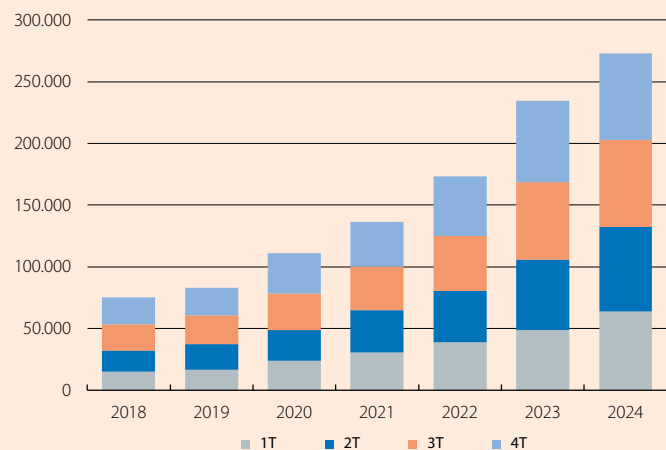
EE. UU.: un modelo de transformación económica muy distinto al de Europa

En EE. UU. se han lanzado dos grandes planes económicos de inversiones y modernización económica en los últimos años que representan un modelo muy distinto del europeo al contener un enfoque más proteccionista. Estos esfuerzos transformadores de energía y tecnología no surgieron de la necesidad de impulsar la economía tras la COVID, como en la eurozona con los fondos europeos NGEU, sino de la necesidad de reforzar la autonomía y posición estratégica de EE. UU. Así, surgió el programa *Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors* (CHIPS Act, por sus siglas en inglés), buscando reducir la dependencia de Asia en la

producción de semiconductores, y el *Inflation Reduction Act* (IRA, por sus siglas en inglés), buscando acelerar la transición energética tras el choque energético global de 2022. Ambos programas se canalizan en parte a través de ayudas directas, de manera similar a los fondos NGEU, pero también en buena medida a través de incentivos fiscales que no requieren gasto directo del Gobierno federal, incentivos que apenas están presentes en los planes de inversión europeos. El montante total de estos planes se sitúa en torno al 4,5% del PIB estadounidense, similar al peso del NGEU en la UE.

EE. UU.: inversiones en tecnologías limpias

(Millones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MIT Clean Investment Monitor y del Rhodium Group.

fiscales son el principal canal, hasta dos tercios del total del esfuerzo,¹ a través del cual opera el IRA, ofreciendo créditos fiscales a hogares y empresas por inversiones en energía renovable, en coches eléctricos y en eficiencia energética,² vigentes hasta 2032. El coste total del programa es incierto, con estimaciones iniciales de la CBO y el *Joint Committee for Taxation* del Congreso de 271.000 millones de dólares en créditos fiscales (casi un 1,2% del PIB), pero podría alcanzar hasta 1 billón de dólares (4,3% del PIB) en el periodo de 10 años de vigencia del programa. El resto del IRA se complementa con inversiones directas financiadas a través de subvenciones y préstamos, por un importe estimado de unos 140.000 millones de dólares adicionales (0,5% del PIB).

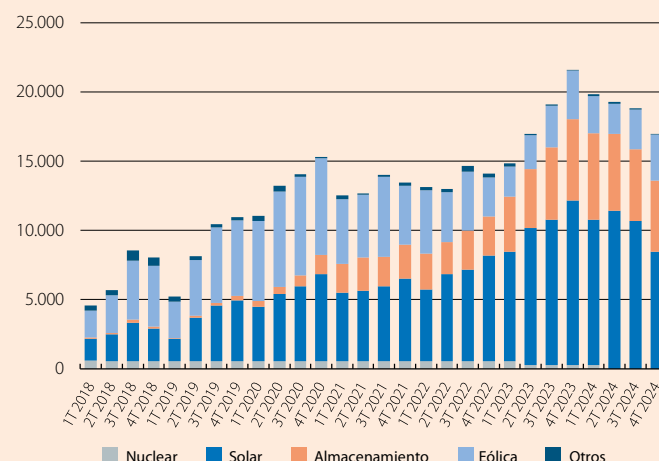
La vida del IRA es todavía corta para poder estimar el efecto que tendrá sobre el crecimiento y la capacidad productiva de EE. UU. a largo plazo. Sin embargo, contamos con una serie de datos que sugieren que la implementación ha rendido frutos por ahora. Por ejemplo, usando los agregados de declaraciones de la renta de los hogares en 2023, el IRS (el equivalente a Hacienda en España), reportó que más de tres millones y medio de hogares solicitaron algún crédito del IRA, lo que les generó un ahorro de 8.400 millones de dólares. En la misma línea, el IRS reportó el junio pasado que, solo en la primera mitad de 2024, gracias a las deducciones contempladas en el IRA, los consumidores habrían ahorrado casi 1.000 millones de dólares en más de 150.000 compras de coches eléctricos. De hecho, desde la implementación del IRA, las ventas de coches eléctricos aumentaron un notable 50% solo en 2023.

EE. UU. se centra en los semiconductores y en la transición energética con el sello *Made in America*

El IRA es el mayor programa de respuesta federal al cambio climático en EE. UU. firmado en 2022. Busca acelerar la transición hacia una economía verde, crear empleo e impulsar el crecimiento económico mediante préstamos, incentivos fiscales y ayudas directas en el sector energético. Los incentivos

EE. UU.: inversión en energía

(Millones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MIT Clean Investment Monitor y del Rhodium Group.

1. Véanse las estimaciones de la CBO: «Estimated Budgetary Effects of Public Law 117-169, to Provide for Reconciliation Pursuant to Title II of S. Con. Res. 14».

2. Incluye producción para el almacenamiento de la energía, captura de carbono, producción de energía nuclear, transporte sostenible (biodiésel) e instalaciones de producción de energías de fuentes renovables (eólica, solar e hidráulica). Para los hogares, incluye instalación de paneles solares, almacenamiento de baterías y calentamiento de agua con energía solar, entre otros.

Otros datos recopilados del MIT Clean Investment Monitor³ registran un aumento significativo en las inversiones verdes en los últimos tres años. Entre 2022 y 2024, las inversiones alcanzaron 683.000 millones de dólares, un aumento de más del 150% respecto a las realizadas entre 2018 y 2021. Aunque el aumento en inversiones ha sido significativo, desde 2022, la proporción de electricidad generada a partir de energías renovables apenas ha aumentado 2 p. p. hasta el 22% (si bien ese nivel es 10 p. p. por encima de los niveles de 2014).⁴ En el segmento donde sí se notan unos resultados más destacables es en el de los coches eléctricos: en 2024, las inversiones alcanzaron 91.000 millones de dólares y las ventas de coches eléctricos (incluidos los híbridos) representaron un 21% del total de ventas de coches (frente a menos del 10% en 2021).⁵

El CHIPS Act, firmado en agosto de 2022, busca fortalecer las cadenas de suministro de semiconductores en EE. UU. La ley asignó 53.000 millones de dólares (0,23% del PIB) para la fabricación e investigación y desarrollo de semiconductores en el país, principalmente en forma de subvenciones.⁶ Hasta ahora, se han asignado más de 38.000 millones de dólares a 48 proyectos en 23 estados, generando más de 115.000 empleos. El sesgo proteccionista del CHIPS Act se vehicula a través de la prohibición a las empresas participantes de expandir la manufactura de semiconductores a China y a países considerados como una amenaza para la seguridad de EE. UU. También añade un incentivo de crédito fiscal de hasta el 25% para inversiones especializadas en la fabricación de equipos necesarios en el proceso de manufactura de los semiconductores desarrolladas plenamente en suelo estadounidense.

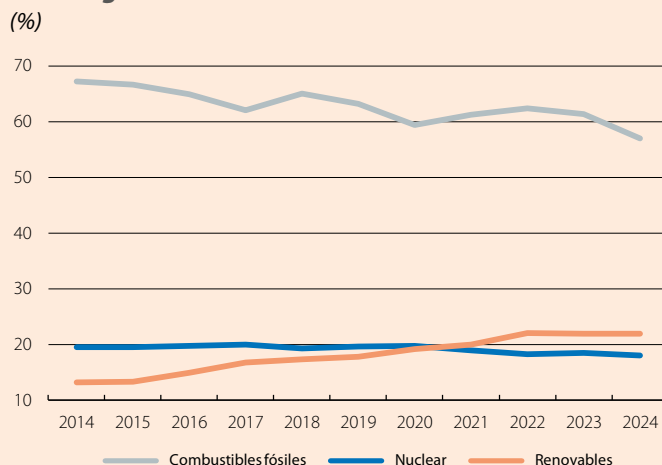
Futuros retos

El IRA y el CHIPS se enmarcan en un proceso de transformación económica, necesario en el contexto de cambios de equilibrio de poder global que se viene produciendo en los últimos años. Así, EE. UU. debe enfrentarse a la competencia de nuevos jugadores en áreas clave en las que tradicionalmente ha tenido un papel hegemónico, como puede ser el caso de China.

Los primeros días de mandato de Trump han dejado claro que el proteccionismo irá a más durante su Administración. Así, mientras el CHIPS Act parece encajar con las políticas de la Casa Blanca, el IRA se ve más amenazado. La transición energética no es una prioridad en su agenda y, de hecho, buscará en la medida de lo posible aumentar la producción de energías fósiles. Sin embargo, revocar el IRA no será una tarea sencilla. En primer lugar, porque se firmó como una ley, lo que implica que necesitará el apoyo de las dos cámaras del Congreso para ello. Eso parece poco probable considerando que la mayoría de las inversiones se han realizado en los estados del Sur y de los Grandes Lagos –estados tradicionalmente del Partido Republicano–. Parece más probable que se anulen ciertas estipulaciones de la Ley o que desde la Casa Blanca se coloquen «trabas» que dificulten su implementación: por ejemplo, el retraso en la entrega de fondos y aprobaciones, o dificultar el acceso a la información.⁷

Isabela Lara White

EE. UU.: generación neta de electricidad por fuente de energía



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del US Energy Information Administration.

3. Véase el Clean Investment Monitor de MIT.

4. U.S. Energy Information Administration (2024). «Electric Power Monthly». Washington, D.C.: U.S. Department of Energy.

5. U.S. Energy Information Administration (2024). «U.S. share of electric and hybrid vehicle sales reached a record in the third quarter». Washington, D.C.: U.S. Department of Energy. Publicado el 04/12/2024.

6. De los 53.000 millones de dólares, 39.000 millones están destinados a un programa de asistencia financiera –también llamado el Fondo CHIPS para América– administrado por el Departamento de Comercio de EE. UU. para construir y expandir instalaciones de manufacturas. El resto se usará para incentivar el ecosistema doméstico para la producción, incluyendo investigación y desarrollo.

7. Al cierre de esta publicación, la Casa Blanca ha eliminado la página oficial del IRA y se puede acceder solo a través del Archivo presidencial de la Administración Biden, [Inflation Reduction Act Guidebook | Clean Energy | The White House](#), y no puede ser actualizada.

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

Te recomendamos:

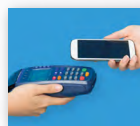
Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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



Monitor de consumo

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



Flash de divisas

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



Informe Sectorial Turismo 1S 2025

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



Observatorio Sectorial

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



Informe Sectorial Agroalimentario 2024

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



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2025

© Banco BPI, 2025

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

