

IM04

INFORME MENSUAL

NÚMERO 499 | ABRIL 2025



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

MERCADOS FINANCIEROS

El giro fiscal alemán y el bund: cuando la seguridad tiene un precio

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE

La reconstrucción de Ucrania y las posibles implicaciones para el escenario energético europeo

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Monitoreando el consumo en más de 200 ciudades de España en tiempo real

Aumento del ahorro de los hogares españoles en 2024

La elevada capacidad de financiación sigue facilitando la corrección del endeudamiento externo de la economía española

La diversificación de los destinos de las exportaciones españolas

INFORME MENSUAL**Abril 2025**

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

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

Economista jefe

José Ramón Díez

Director de Economías y

Mercados Internacionales

Oriol Aspachs

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

David Martínez Turégano y**Nuria Bustamante**Coordinadores del *Informe Mensual***BPI Research (UEEF)**www.bancobpi.pt/<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

9 de abril de 2025

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

- 9 *El giro fiscal alemán y el bund: cuando la seguridad tiene un precio*
David del Val

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 14 *Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE*
David Martínez Turégano

- 16 *La reconstrucción de Ucrania y las posibles implicaciones para el escenario energético europeo*
Beatriz Villafranca

20 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 22 *Monitoreando el consumo en más de 200 ciudades de España en tiempo real*
Josep Mestres Domènech y Zoel Martín Vilató

- 24 *Aumento del ahorro de los hogares españoles en 2024*
Javier García-Arenas

- 26 *La elevada capacidad de financiación sigue facilitando la corrección del endeudamiento externo de la economía española*
Sergio Díaz Valverde

- 28 *La diversificación de los destinos de las exportaciones españolas*
Anna Bahí Esteba

31 ECONOMÍA PORTUGUESA

Aranceles Trump: ¿un gol en propia meta?

Los anuncios de subidas tarifarias de la Administración Trump han elevado el arancel medio efectivo que aplica EE. UU. a sus importaciones en más de 20 p. p., hasta niveles máximos del último siglo, aunque la decisión ha quedado suspendida durante 90 días (con la excepción de China), periodo en el que se aplicará un arancel universal del 10%. Además del arbitrario método de cálculo para estimar el arancel país por país (incluidas algunas islas deshabitadas), la decisión no servirá para alcanzar los objetivos de reducir el desequilibrio externo de EE. UU. (tiene su origen en un exceso de inversión sobre el ahorro interno), recuperar los puestos de trabajo en sectores donde EE. UU. perdió hace mucho tiempo sus ventajas competitivas o equilibrar de manera estructural la deficitaria posición fiscal del país. Mientras, el precio a pagar es el retorno a un mundo fragmentado y el incremento exponencial de la incertidumbre sobre el perfil de la política económica y comercial, lo que amenaza con desestabilizar la economía mundial. Por tanto, estamos ante una decisión que entra dentro de la categoría de los juegos de suma negativa al perjudicar a todos los actores implicados, lo que se traducirá en, como mínimo, un escenario con menor crecimiento global y una mayor inflación en aquellos países que participen en la escalada proteccionista. De momento, el comportamiento de los mercados financieros en los días posteriores a la decisión, con fuertes retrocesos de las bolsas, aumento de la volatilidad y repunte de los *spreads* de crédito, refleja el potencial desestabilizador de las medidas anunciadas.

No es fácil buscar señales entre el ruido y la disrupción, descubrir orden en el desorden o encontrar algún patrón de comportamiento racional ante decisiones dañinas para todos los agentes involucrados en un juego que, en teoría, debería ser cooperativo, en aras de la máxima eficiencia. Igual que la evolución de las culturas es una búsqueda continua de soluciones de suma positiva a los inevitables problemas que surgen de la convivencia, los avances en el desarrollo económico se cimentan también en juegos de suma positiva, buena parte de los cuales tienen su origen en la explotación de las ventajas competitivas por parte de cada uno de los jugadores en el tablero económico. Si la innovación y la difusión del conocimiento están en el corazón del proceso de crecimiento, parece difícil que, en economías con barreras a la competencia exterior, los factores productivos se asignen de manera óptima a los procesos y sectores punteros, lo que limitará el avance de la productividad y de la renta per cápita (algo en lo que EE. UU. ha sido líder en las últimas décadas). Especialmente en ausencia de un entorno institucional estable, con una buena protección de los derechos de propiedad. Este era el consenso generalizado entre los economistas, al menos hasta el ya famoso *Liberation Day*.

¿Y a partir de ahora qué? El punto de partida es desafiante, porque dispararse en el pie no suele ser lo más usual cuando hablamos de la política económica de la primera potencia mundial. Entramos en una nueva fase de incertidumbre a nivel global, dado que las medidas anunciadas podrían ser una referencia inicial para una negociación multilateral que nos acerque a un punto de equilibrio menos lesivo o propiciar una escalada de las tensiones comerciales. En el primer escenario, si rápidamente se llega a algún tipo de acuerdo que implique un arancel medio sustancialmente inferior al anunciado inicialmente, los daños colaterales estarían limitados, sobre todo porque bajaría la tensión en el canal financiero y aumentaría la certidumbre de los agentes económicos para tomar decisiones. Pero si se abre un escenario de guerra comercial generalizada, la economía mundial sufrirá un mayor impacto con el riesgo de venir acompañado de un proceso inflacionista. En todo caso, lo que parece claro es que estamos asistiendo a los últimos coletazos del proceso conocido como globalización y la consolidación de tendencias como: fragmentación geopolítica, búsqueda de autonomía estratégica, reconfiguración y reducción de las cadenas de valor y reequilibrio obligado de los modelos de crecimiento demasiado dependientes de la demanda externa (también en esto tiene razón Draghi). Nos puede gustar más o menos, pero lo que ha servido en las últimas décadas (¿modelo alemán?), puede que ya no lo haga en la actualidad. Y la capacidad y flexibilidad de adaptación al nuevo entorno van a determinar el formar parte de los ganadores o perdedores, una vez que después de barajar las cartas lleguemos al nuevo punto de equilibrio mundial. De momento, la respuesta europea (más allá de la negociación comercial pura y dura), parece ir en la dirección correcta, aunque probablemente es insuficiente, teniendo en cuenta el nivel de los desafíos. No va a ser fácil equilibrar estratégicamente las relaciones con EE. UU. y China a corto plazo, sobre todo, sin mejoras en la gobernanza. Mientras tanto, probablemente seguiremos asistiendo a la ceremonia de la confusión, entre fuegos de artificio, días de la liberación y ruido intenso.

José Ramón Díez

Abril 2025

Cronología

MARZO 2025 4 La Comisión Europea presenta su propuesta para reforzar las capacidades de defensa de la UE (plan <i>ReArm Europe</i>). 6 El BCE bajó los tipos de interés en 25 p. b. y dejó el tipo <i>depo</i> en el 2,50%.
--

Agenda

ABRIL 2025 1 Eurozona: avance del IPC (marzo). 2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (marzo). España: tasa de ahorro de los hogares (4T). 8 Portugal: cifras de negocios en la industria (febrero). 10 España: cuentas financieras (4T). 11 España: <i>rating</i> Fitch. 17 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo. China: PIB (1T). 24 España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (febrero). 28 España: encuesta de población activa (1T). 29 España: avance del PIB (1T). España: avance del IPC (abril). Portugal: cartera de crédito bancario (marzo). Eurozona: índice de sentimiento económico (abril). 30 Portugal: avance del PIB (1T). Portugal: avance del IPC (abril). Portugal: ejecución presupuestaria (marzo). Eurozona: PIB (1T). EE. UU.: PIB (1T).
--

La economía española ante el *shock* Trump

El año 2025 podría haber sido un año de normalización económica, un buen año. Sin embargo, en pocas semanas, el nuevo inquilino de la Casa Blanca ha conseguido hacer temblar la economía mundial. El anuncio de un aumento significativo y generalizado de los aranceles, junto con una política económica errática y poco predecible, ha disparado el temor a una nueva desaceleración de la economía global. En este contexto, toca reevaluar la posición de la economía española, valorando sus fortalezas y debilidades en el nuevo escenario.

De entrada, la situación es distinta de la crisis financiera y de deuda soberana o de la pandemia. En esta ocasión, la economía española hace frente al *shock* Trump desde una posición de relativa fortaleza. Por un lado, la actividad económica parte de una dinámica positiva. Entre las economías desarrolladas, España es de las que más ha crecido en los últimos años, y los datos del 1T muestran que el ritmo de avance se mantiene en cotas similares a las del año pasado. El 1T 2025 se ha cerrado con una generación de empleo dinámica, los principales indicadores de actividad se han mantenido en niveles prácticamente iguales a los del último trimestre de 2024 y la confianza de los hogares se ha mantenido firme. Según los modelos de previsiones de CaixaBank Research, el PIB creció alrededor de un 0,6% intertrimestral en los primeros tres meses del año.

Por otro lado, cabe tener en cuenta que la exposición de la economía española a la estadounidense es limitada. Las exportaciones de bienes españoles a EE. UU. representan el 1,1% del PIB, y el valor añadido generado en España de las exportaciones que terminan en EE. UU., directamente o vía otros países, es de una magnitud similar. De todas formas, cabe mencionar que el grado de exposición por sectores es bastante heterogéneo y, en algunos casos, más elevado. Destaca la importancia de las exportaciones de algunos productos agroalimentarios, químicos o de maquinaria y equipos de transporte.

Más allá de las dinámicas recientes y de la exposición directa al *shock*, la economía española ha corregido algunos de los principales desequilibrios macroeconómicos que presentaba y que la hacían más vulnerable a *shocks* externos. En este sentido, destaca la mejora de la posición financiera del sector privado, con una reducción muy destacable del nivel de deuda, que durante los últimos años ha ido acompañada de un aumento notable del ahorro. Además, esto también ha ido de la mano de una destacable reducción de la deuda externa neta, que ha pasado del 95% del PIB que alcanzó en 2015 al 48% con el que cerró el pasado año.

A pesar de que en el «haber» ha habido cambios destacables en positivo, en el «deber» todavía quedan retos pendientes por corregir. Entre ellos, destaca la elevada deuda pública. A pesar de que se ha reducido de forma notable en los últimos años, y de que se sitúa en cotas similares o incluso inferiores a otros países de referencia, se mantiene en niveles elevados y limita la capacidad de acción del sector público en momentos de dificultad. La AIReF, además, ha recordado recientemente que las presiones al alza sobre el gasto público serán sustanciales en los próximos años, especialmente el gasto en sanidad y en dependencia. El previsible aumento del gasto en defensa añadirá aún más presión. A ello se suma una capacidad de crecimiento todavía dependiente de factores externos, como los flujos migratorios o el turismo. Un modelo de crecimiento más sustentado en las mejoras de productividad sería menos sensible a los vaivenes en el contexto internacional y, por tanto, más robusto. Además, favorecería un mayor crecimiento del poder adquisitivo de los hogares.

En el contexto de estos primeros días de abril, los riesgos alrededor de las previsiones de crecimiento de la economía española se han movido a la baja. El mes pasado, publicamos una previsión de crecimiento del PIB de la economía española del 2,5% para este año, una cifra que incorporaba un coste de un par de décimas por el aumento de aranceles y de incertidumbre que esperábamos. En las próximas semanas, tendremos que valorar si es necesario algún ajuste a esta previsión en función de cómo evolucionen las negociaciones y la incertidumbre asociada a ellas, y de dónde se acaben fijando los aranceles. En cualquier caso, el impacto que se baraja para la economía española es sensiblemente inferior al que probablemente sufrirá la economía estadounidense y las economías más expuestas al mercado norteamericano.

Oriol Aspachs

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	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	0,8	0,9	1,3
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	1,6	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	1,5	0,1	1,0	1,0
Reino Unido	2,8	1,2	1,0	0,4	1,1	1,0	1,3
Países emergentes y en desarrollo	6,3	4,8	3,1	4,4	4,2	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	3,4	2,0	1,8
México	2,3	1,5	0,5	3,3	1,5	1,0	1,4
Rusia	-	1,4	0,7	3,6	4,1	1,7	1,3
Turquía	5,5	4,5	6,3	5,1	3,2	2,1	2,9
Polonia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	3,3
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	3,4

Previsiones

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

Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2019	Promedio 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregados macroeconómicos							
Consumo de los hogares	3,7	0,0	0,0	1,7	2,8	3,1	2,4
Consumo de las AA. PP.	4,5	0,9	2,6	5,2	4,1	1,9	0,8
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,2	-1,0	2,1	3,0	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	3,5	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	3,1	2,1	2,3
Importación de bienes y servicios	7,0	0,2	2,5	0,3	2,4	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)	-5,2	0,2	1,4	3,7	4,2	3,9	4,1
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	1,8	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	3,6	3,0	5,5	5,2
Bienes de equipo	3,3	2,7	5,5	5,6	5,8	-	-
Construcción	-1,4	-2,4	2,6	1,2	2,4	-	-
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	5,0	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	-2,8	-1,1	0,6	2,2	-	-
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,1	2,0	3,3	4,2	3,9
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,2	0,7	0,3	0,2

Previsiones

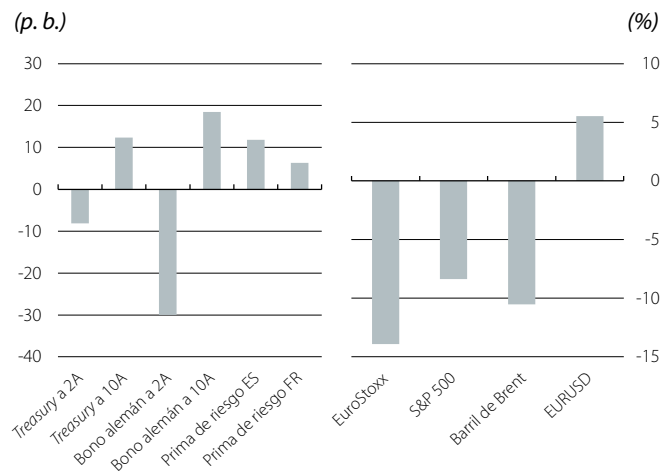
Los aranceles de Trump desatan fuertes caídas en el mercado

Los aranceles de Trump dan un aldabonazo al apetito por el riesgo inversor. Estos, unidos a las reformas sobre el gasto público en Alemania, dominaron la atención de unos inversores cada vez más preocupados por el hecho de que EE. UU. sufra una cierta estanflación en los próximos dos años. Así, las pendientes de las curvas soberanas se apuntaron a ambos lados del Atlántico ante la probabilidad de ver recortes de tipos a corto plazo y por las perspectivas de mayor gasto público a largo plazo. Los bancos centrales se mostraron cautelosos en este entorno, si bien los implícitos del mercado monetario pasaron a cotizar una política monetaria más acomodaticia este 2025. El dólar se depreció frente a sus principales pares de las economías desarrolladas, prolongando una tendencia que, frente al euro, ya comenzó con el anuncio de mayor gasto público futuro en Alemania. La aversión al riesgo causó importantes caídas en los mercados bursátiles, especialmente en los desarrollados, mientras que los bienes energéticos y metales industriales también se vieron lastrados por las dudas sobre la demanda agregada en contraste con el oro, que capitalizó su rol de activo refugio.

Los bancos centrales intentan navegar la marejada. Los bancos centrales reconocieron su creciente dependencia de los datos y su limitada capacidad para guiar al mercado sobre futuros pasos en este entorno de excepcional incertidumbre de la política económica y comercial. Tras rebajar los tipos en 25 p. b. en marzo (tipo *depo* en el 2,5%), el BCE explicó que ya no consideraba que los tipos estuvieran en terreno claramente restrictivo, dada la bajada de 150 p. b. que acumulan desde junio de 2024, y que en próximas reuniones actuaría según los datos. Así, tras cotizar los implícitos del mercado monetario un nivel de llegada del tipo *depo* en el 2% tras el anuncio de mayor gasto en Alemania, los aranceles de Trump dejaron las expectativas para los tipos del BCE al nivel de principios de mes, con un valor de llegada del 1,75%. La Fed, por su parte, mantuvo los tipos estables (4,25%-4,50%), mientras que los inversores pasaron a descontar, tras los aranceles de Trump, cuatro bajadas como escenario más probable en 2025, si bien, tras la pausa anunciada el día 9 de abril, finalmente se quedaron en tres bajadas. La Fed revisó a la baja sus perspectivas de crecimiento y al alza las de inflación, citando los aranceles como factor clave, aunque matizando que aún evalúan si su impacto en los precios será permanente.

Apuntamiento generalizado de las curvas soberanas a ambos lados del Atlántico. Las dudas sobre el crecimiento en EE. UU. por los aranceles de Trump, así como un potencial empeoramiento fiscal y algunos movimientos relacionados con el cierre de posiciones especulativas, causaron caídas en la rentabilidad de la deuda soberana a corto plazo y repuntes en los tramos más largos. En cuanto a las expectativas de inflación, estas repuntaron en los tramos más cortos, y se redujeron a plazos más largos. Todo esto redundó en unos menores tipos reales a corto plazo, lo que revela la preocupación inversora por una desaceleración económica con una inflación algo por encima del objetivo de la Fed. En la curva europea, también repuntó la pendiente: cayó intensamente la rentabilidad de las referencias a 2 años, mientras que los tramos

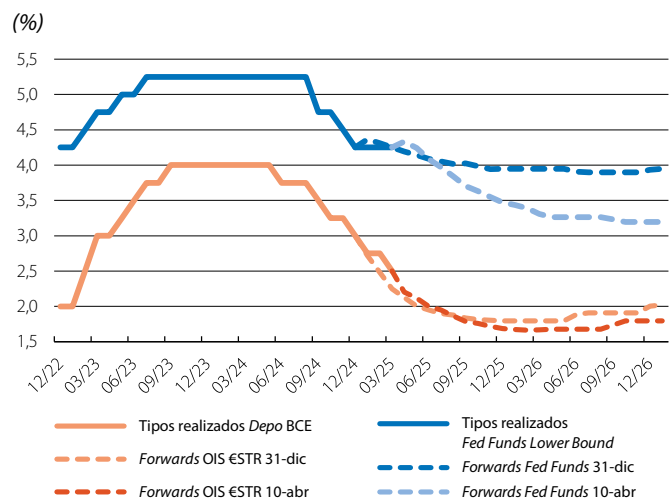
Desempeño mensual de los principales activos financieros



Nota: Datos del 28 de febrero al 9 de abril.

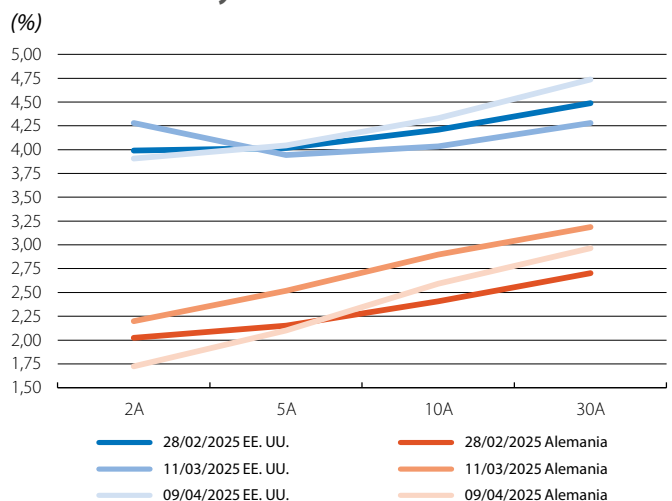
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas del mercado sobre los tipos de intervención



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

Evolución de las curvas soberanas norteamericana y alemana



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

más largos repuntaron por las expectativas de mayor gasto público en Alemania (que se moderó a medida que avanzó el mes y la UE se retrasó en acordar un impulso fiscal coordinado en defensa). Los diferenciales periféricos que se habían mantenido estables tras el anuncio de mayor gasto público en Alemania, se ampliaron ligeramente en los momentos de mayor aversión al riesgo.

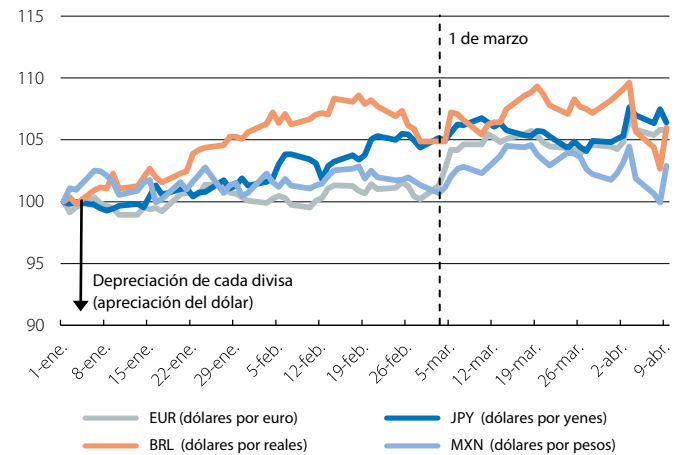
Los aranceles también lastran al dólar. El dólar sufrió una intensa depreciación frente a sus principales pares (superior al 4%), que se enmarca en la búsqueda de los inversores del nuevo equilibrio para los activos estadounidenses y se explica en gran medida por la caída de los tipos reales a corto plazo ya mencionada. Si bien la depreciación fue generalizada frente a los principales pares, el fortalecimiento del euro fue uno de los mayores contribuyentes (más de un 5%) en un movimiento que comenzó con el anuncio de un paquete de gasto en defensa e infraestructuras en Alemania. El franco suizo actuó como activo refugio y se apreció en torno a un 5%, mientras que también destacaron las apreciaciones del peso mexicano (+1,5%) y el dólar canadiense (+2,6%) en un contexto de elevada volatilidad. En cuanto a las divisas emergentes, destacó la ligera apreciación del real brasileño, por los elevados tipos y baja exposición al mercado de EE. UU., y la depreciación de la lira turca en un contexto de mayor inestabilidad política.

Elevada volatilidad en las bolsas, en especial en las economías desarrolladas. Los activos de riesgo fueron los más damnificados en un contexto de alta incertidumbre y temores de desaceleración del crecimiento mundial, si bien rebotaron con fuerza tras el anuncio de pausa en los aranceles recíprocos. En este entorno de idas y venidas, el índice MSCI All Country World se dejó un 9% en el mes, que junto con los índices estadounidenses llegaron a registrar las mayores caídas, en especial las compañías pequeñas y expuestas a la economía doméstica, y las tecnológicas, en tanto que exportadores más relevantes. Finalmente, los principales índices registraron cesiones en torno al 8%. También los índices europeos registraron pérdidas, con el Stoxx 600 cediendo más de un 15%, y con los índices ibéricos mostrando el mejor desempeño relativo pese a que el IBEX 35 también cerró el mes con pérdidas importantes cercanas al 11%. Este pesimismo fue menor inicialmente en los mercados emergentes, si bien terminó por afectarles igualmente, con el índice MSCI Emergentes cerrando pérdidas algo inferiores al 10%. La principal salvedad fueron las bolsas latinoamericanas, gracias al mejor comportamiento relativo de la bolsa brasileña y, en menor medida, mexicana.

Caída de las materias primas más dependientes del ciclo económico. El petróleo registró caídas superiores al 10% en el mes tras el anuncio de aranceles de Trump, desatadas por las dudas sobre la demanda agregada y la resiliencia del ciclo. También los precios del gas natural cayeron, con el TTF holandés cediendo más de un 20% lastrado por las expectativas de una mayor oferta en Europa si los elevados aranceles de Trump impactan diferencialmente más a las economías asiáticas. De igual manera, los metales industriales mostraron cierta debilidad en el mes ante las perspectivas de menor demanda global, con el aluminio o el cobre acumulando cesiones superiores al 8%. Por otro lado, el oro capitalizó la incertidumbre y su rol como activo refugio, y cerró el mes con subidas en torno al 8%. Por último, también los precios del ganado repuntaron (+5%), ya que se espera que los aranceles aumenten el precio de la carne en EE. UU.

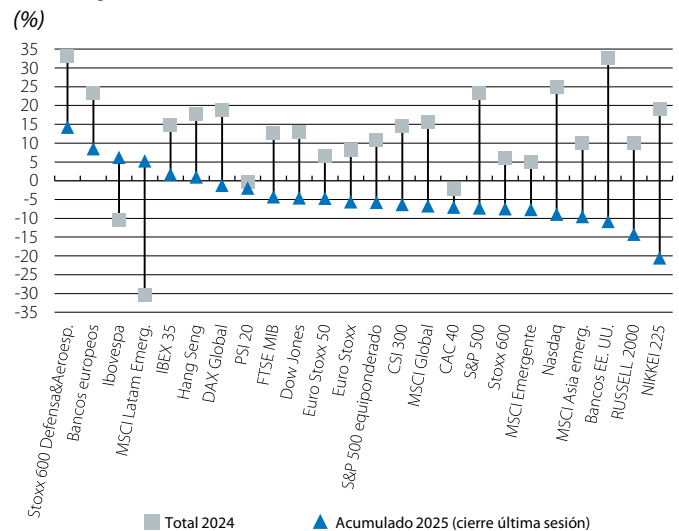
Evolución de divisas seleccionadas frente al dólar

Índice (100 = 31/12/2024)



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

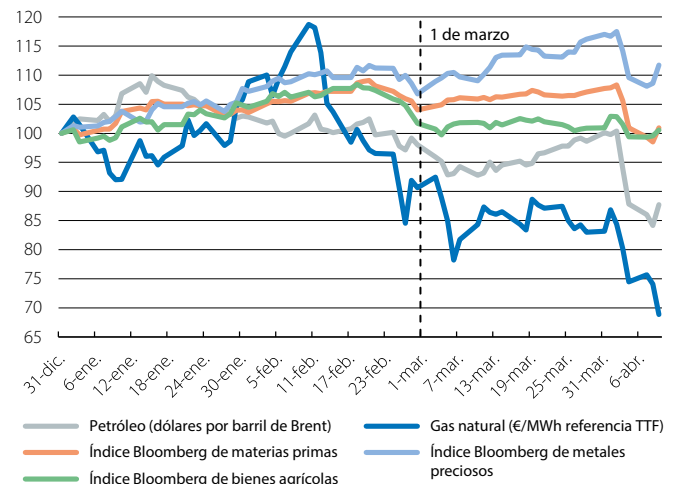
Desempeño de índices bursátiles



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

Evolución de las materias primas

Índice (100 = 31/12/2024)



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

El giro fiscal alemán y el *bund*: cuando la seguridad tiene un precio

Alemania ha cambiado de marcha en su política de gasto público. A principios de marzo, los líderes de la CDU/CSU, el SPD y Los Verdes presentaron un preacuerdo para reformar el techo de deuda constitucional y aumentar significativamente el gasto militar y en infraestructuras, extremo ratificado por las cámaras legislativas el 21 de marzo. El total del gasto aprobado para la próxima década finalmente ascenderá a más de un billón de euros.¹ Analizamos el impacto de esta nueva política en la deuda soberana alemana y, en particular, en la rentabilidad de su referencia a 10 años (conocida como *bund*, por ser el bono de la federación, considerado el principal activo sin riesgo de la eurozona) así como sus perspectivas a futuro.

Un gran cambio para sorprender a unos inversores expectantes

La reacción del mercado a estos anuncios fue de entidad y, en la semana en que se alcanzó un preacuerdo, la rentabilidad del *bund* aumentó 50 p. b. Comencemos por analizar el movimiento en relación con el de otros activos financieros. Lo primero a destacar es que la deuda alemana ya cotizaba un probable aumento del gasto público a futuro. El diferencial del *bund* frente a un tipo de interés muy dependiente del tipo de intervención del BCE (que se puede interpretar como una prima de riesgo alemana) ya acumulaba una importante ampliación desde finales del verano pasado, cuando comenzaron a surgir dudas sobre la estabilidad del anterior Gobierno alemán y empeoraron las expectativas económicas del país (43 p. b. entre el 10 de septiembre y el 5 de marzo, véase el primer gráfico).²

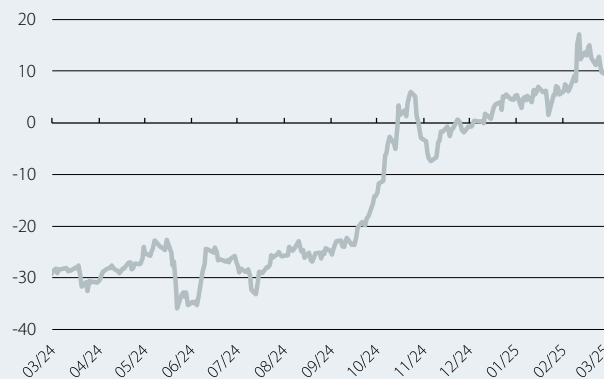
Esta ampliación también se aprecia en algunos modelos de valoración del *bund*. Por ejemplo, en un modelo que tenga en cuenta las expectativas a medio plazo para los tipos de interés en la eurozona y las condiciones generales de riesgo, liquidez y oferta de deuda pública, observamos una tendencia claramente alcista desde el verano en la rentabilidad de la deuda alemana, que la separaba de lo que cabía esperar según su relación histórica con estas variables (véase el segundo gráfico). El diferencial del *bund* respecto al valor teórico señalado por este modelo se situaba desde finales del año pasado y hasta la semana antes del anuncio en torno a 30 p. b. (o una desviación estándar), probablemente porque los inversores ya descontaban un mayor gasto público en Alemania.

1. Por un lado, existe un fondo específico de 500.000 millones de euros destinado a infraestructuras, a implementar durante los próximos 12 años, que supondrá de media unos 42.000 millones de euros anuales (el 1% del PIB de 2024). Además, se destinarán 100.000 millones de euros a políticas medioambientales y de transformación energética, y se permitirá a los estados federales una mayor inversión, que podría llegar a suponer otros 15.000 millones de euros al año (el 0,35% del PIB). Por otro lado, se eximirá del límite de deuda constitucional el gasto en defensa que supere el 1% del PIB.

2. Prima de riesgo medida como el diferencial entre la rentabilidad del *bund* y la del tipo *swap* del euríbor a 6 meses.

Diferencial *bund*, tipo *swap* euríbor a 6 meses en 10 años

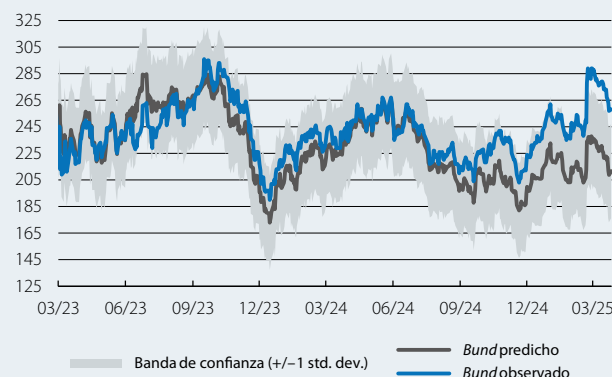
(p. b.)



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

Rentabilidad esperada del *bund* según las expectativas de los inversores para los tipos de interés en la eurozona

(p. b.)



Nota: El modelo incluye el forward swap del ESTR 1Yx3Y, una prima de riesgo de los países de la periferia de la eurozona (media del diferencial entre su deuda soberana a 10 años y la alemana, ponderada por PIB) y el tamaño del balance del BCE como porcentaje del PIB de la eurozona.

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

La perspectiva financiera: un *bund* que cotiza un cambio de paradigma fiscal

En la semana de concreción del acuerdo, la cotización del *bund* repuntó, como se ha mencionado, 50 p. b., mientras que su valor teórico según este modelo repuntó 30 p. b. Podemos interpretar, por tanto, que 30 p. b. del repunte del *bund* se debieron al cambio en las expectativas de política monetaria y los otros 20 p. b. (que se corresponden con la ampliación del diferencial entre el valor teórico y el observado), a un impulso fiscal superior al ya descontado por el mercado. Tras el anuncio, el *bund* parece haberse situado en esos 50 p. b. por encima de su valor teórico, un diferencial que se ha mantenido con los movimientos desatados en el mercado por los aranceles de Trump.

Esta diferencia entre la rentabilidad del *bund* y la que señalan otras variables del mercado nos permite reflexionar sobre dos posibles escenarios a futuro. En el primero, partiendo de que la relación histórica con otros instrumentos no se ha modificado, alguna de las dos valoraciones, la observada o la predicha, convergerían a la otra. Es decir, que o bien el programa de gasto alemán consigue reactivar su economía y ejercer un efecto tractor en la del resto de la eurozona, con lo que deberíamos ver un ajuste al alza de las expectativas de tipos de interés, o, alternativamente, el programa no es exitoso y veríamos una caída en la rentabilidad del *bund* desde los niveles actuales.

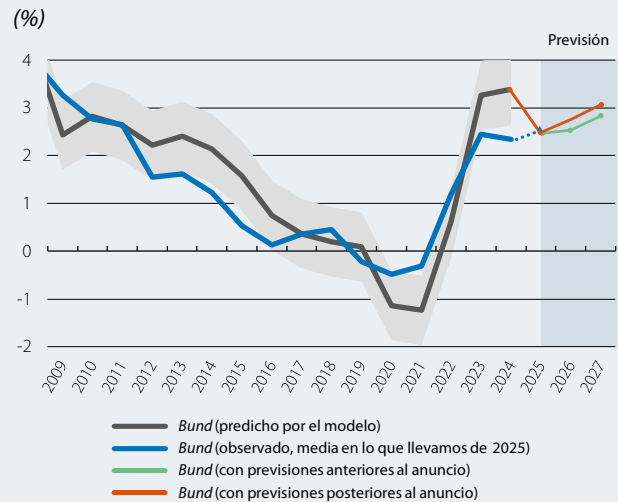
En el segundo escenario, la relación histórica se habría alterado y con el cambio de marcha en su política de gasto público el diferencial entre la rentabilidad del *bund* y la de otros activos con bajo riesgo sería ahora estructuralmente mayor. Este escenario parece probable, ya que, de forma primordial, por el lado de la oferta, el cambio en la política de gasto público no parece coyuntural. Por el lado de la demanda, y aunque esto ya estuviera presente antes del anuncio de gasto alemán, la mayor emisión de deuda alemana coincide con un momento en el que el BCE ya no está realizando reinversiones en sus programas de compras de activos, de modo que la demanda que él suponía la tendrán que suplir, en adelante, el resto de los agentes del mercado. Con todo, el aumento de deuda pública será generalizado en toda la eurozona, y quizás en todos los mercados desarrollados, lo que podría mantener el estatus –relativo, eso sí– de Alemania como economía poco endeudada y que no obstante pasará a pagar algo más por colocar su deuda en el mercado.

La perspectiva macroeconómica: un impacto moderado del estímulo ya parece descontado

Otra forma de analizar tanto el movimiento del *bund*, como su probable desempeño futuro, sería a través del impacto de las variables macroeconómicas en el precio de la deuda. Desde esta perspectiva, lo que nos revelan las relaciones históricas es que, tal y como esperaríamos, los tipos de intervención (es decir, los tipos fijados por el BCE) son los principales determinantes de la rentabilidad del *bund*. La inflación, por su parte, tiene un impacto importante en la rentabilidad del bono, aunque un tanto variable, ya que depende de lo preocupados que puedan o no estar los inversores por los precios en cada momento.

Respecto al crecimiento del PIB en Alemania, este no parece tener una influencia más allá de la que se detecta a través del impacto que el crecimiento tiene sobre los tipos de interés del BCE. Además, el crecimiento económico actúa a través de otros canales, como la determinación de la ratio deuda/PIB. De forma más indirecta aún, la efectividad del gasto para estimular la economía alemana y su crecimiento a largo plazo influirán en el nivel de tipos de interés a largo plazo.

Bund predicho por los fundamentales macroeconómicos



Nota: El modelo incluye la inflación y la ratio deuda/PIB de Alemania, el tipo de depósito del BCE y la evolución de su balance.

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

El nivel de deuda pública, por su parte, sí presenta un impacto más estable y constante en la rentabilidad del *bund* a lo largo del tiempo. No obstante, como ya se ha mencionado, tan importante resulta la ratio deuda/PIB de Alemania como la del resto de la eurozona. Cualquier aumento generalizado de esta ratio en toda la eurozona, como el que tuvo lugar durante la COVID-19, no genera una presión adicional exclusiva en el *bund*, pues permite a Alemania seguir teniendo un bajo endeudamiento relativo.

Mientras se concrete la definición e implementación del estímulo fiscal, tanto en Alemania como en el resto de la eurozona, estimamos que un aumento gradual de la ratio deuda/PIB, consistente con las expectativas de una implantación paulatina del estímulo, supondría una rentabilidad del *bund* unos 30 p. b. más apreciado respecto a la situación sin estímulo (véase el tercer gráfico). Este nivel refleja tanto unas presiones inflacionarias levemente superiores en Alemania como las mayores necesidades de financiación del país,³ en un contexto de aún limitado impacto de la reducción del balance del BCE (*Quantitative Tightening*) en el precio de la deuda pública, gracias a que la liquidez se mantiene elevada y hay apetito de los inversores por esta clase de activos.

David del Val

3. En un escenario de implantación paulatina del estímulo, estas supondrían aproximadamente 3 décimas de PIB en 2025, 8 décimas en 2026 y cerca de 9 décimas en 2027. Estimamos un impacto moderado en el PIB y muy leve en la inflación. La ratio de deuda del PIB apenas aumentaría en 3 p. p. hasta 2027 desde sus niveles de 2024. El tipo de depósito se comportaría como predicen actualmente los implícitos del mercado monetario.

Tipos de interés (%)

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	2,65	2,90	-25	-50,0	-185,0
Euríbor 3 meses	2,34	2,46	-13	-37,8	-155,5
Euríbor 12 meses	2,31	2,39	-9	-15,4	-135,7
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,01	2,02	0	-22,9	-136,7
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,05	2,03	2	-3,5	-81,6
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,74	2,41	33	37,1	37,7
Deuda pública a 10 años (España)	3,37	3,05	33	31,1	18,2
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,26	2,94	32	41,2	22,4
EE. UU.					
Fed funds (límite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,29	4,32	-3	-1,7	-101,4
Deuda pública a 1 año	4,02	4,08	-6	-12,3	-97,5
Deuda pública a 2 años	3,88	3,99	-11	-35,8	-76,4
Deuda pública a 10 años	4,21	4,21	0	-36,4	-10,4

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2025 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	64	54	10	6,3	10,5
Itraxx Financiero Sénior	69	57	12	5,4	6,9
Itraxx Financiero Subordinado	120	100	21	8,2	8,8

Tipos de cambio

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,082	1,038	4,3	4,5	-0,2
EUR/JPY (yenes por euro)	162,21	156,27	3,8	-0,4	-1,1
EUR/GBP (libras por euro)	0,837	0,825	1,5	1,2	-2,3
USD/JPY (yenes por dólar)	149,96	150,63	-0,4	-4,6	-0,9

Materias primas

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	547,1	539,2	1,5	2,0	0,9
Brent (\$/barril)	74,7	73,2	2,1	0,1	-17,6
Oro (\$/onza)	3.123,6	2.857,8	9,3	19,0	36,3

Renta variable

	31-marzo	28-febrero	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2025 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	5.611,9	5.954,5	-5,8	-4,6	9,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.248,4	5.463,5	-3,9	7,2	3,5
Ibex 35 (España)	13.135,4	13.347,3	-1,6	13,3	18,4
PSI 20 (Portugal)	6.865,6	6.800,1	1,0	7,7	8,8
Nikkei 225 (Japón)	35.617,6	37.155,5	-4,1	-10,7	-10,4
MSCI emergentes	1.101,4	1.097,3	0,4	2,4	5,0

Las decisiones políticas marcarán la economía internacional

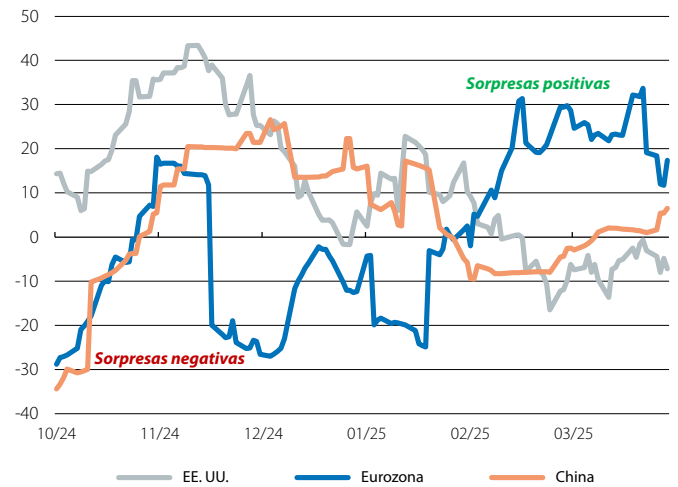
En el último mes, hemos asistido a un significativo aumento de la incertidumbre (véase la [coyuntura de Mercados](#)). A diferencia de lo que hemos vivido en los últimos tres años, ahora empieza a mirarse con cierta precaución el impacto que las políticas de la actual Administración Trump puedan tener sobre su evolución. La última, y más disruptiva, han sido los aranceles anunciados en el denominado *Liberation Day* y que, de aplicarse, finalmente supondrían que el arancel medio sobre las importaciones de EE. UU. pasaría del 3% a situarse en torno al 25%, máximo en el último siglo. Por el momento, desde el 5 de abril está vigente un arancel universal del 10% y Trump ha dejado en suspenso durante 90 días los incrementos adicionales salvo para China, con la que ha entrado en una intensa escalada proteccionista. Se abre, por tanto, una nueva fase, protagonizada ahora por unas negociaciones que podrían desembocar en aranceles inferiores a los inicialmente anunciados o, en el escenario más negativo, derivar en represalias que aumentarían los riesgos de una guerra comercial. Por el momento, el aumento de incertidumbre y el incremento en el nivel de los aranceles introducen riesgos a la baja sobre el crecimiento global, así como al alza para la inflación en EE. UU., siendo más incierto el impacto en precios para el resto del mundo.

Alemania alcanza un pacto histórico para reformar el «freno de deuda» y aprobar un abultado paquete fiscal. Los tres partidos mayoritarios del Parlamento saliente (CDU/CSU, SPD y los Verdes), que superaban holgadamente los dos tercios de los escaños, lograron un acuerdo para modificar la constitución y flexibilizar el conocido freno de deuda, introducido en 2009, que establecía que el déficit público estructural no debe superar el 0,35% del PIB y que solo se deshabilitó durante la pandemia de COVID. De este modo, se ha aprobado un Fondo de Inversión en Infraestructuras por 500.000 millones de euros (el 12% del PIB de 2024) para los próximos 12 años, se ha decidido elevar el gasto en defensa hasta que alcance el 3,5% del PIB (2,1% actual), al tiempo que se establece que el gasto en defensa que supere el 1% del PIB no computará para el freno de deuda. Además, la Comisión Europea ha anunciado su plan *ReArm Europe*, con el que planea fortalecer las capacidades militares del continente, dotado de unos 800.000 millones de euros (4,5% del PIB de 2024) durante los próximos cuatro años. Para ello, se incentivará la inversión privada en la industria de defensa, se facilitará que los Estados miembros aumenten su gasto en defensa a través de la flexibilización temporal de los límites fiscales de la UE y se creará el instrumento de acción para la seguridad en Europa (SAFE, por sus siglas en inglés). El SAFE otorgaría préstamos a los Estados miembros y estaría dotado con 150.000 millones de euros, de los cuales una buena parte podrían proceder de los préstamos ya aprobados en el marco de los fondos NGEU que no han sido solicitados por los países.

Escenario muy incierto para la economía de la eurozona. El importante volumen de las medidas anunciadas dará soporte al crecimiento, sobre todo en 2026 y 2027. Con todo, hay que mostrar cierta cautela, no solo porque el aumento del proteccionismo comercial limitaría la magnitud del impulso fiscal anunciado, sino porque todavía falta por concretar cómo se va a llevar a cabo el aumento del gasto en defensa en la UE o el calendario para implementar el Fondo de Inversión en Infraestructuras alemán, así como el multiplicador fiscal de estas medidas. La experiencia con los fondos NGEU (véase el Dossier «[La capacidad transformadora del NGEU y de otros planes de estímulo fiscal](#)», en el IM03/2025) muestra las dificultades para llevar a la práctica proyectos de inversión masivos. Por el momento, los indicadores de opinión

Índice de sorpresas económicas

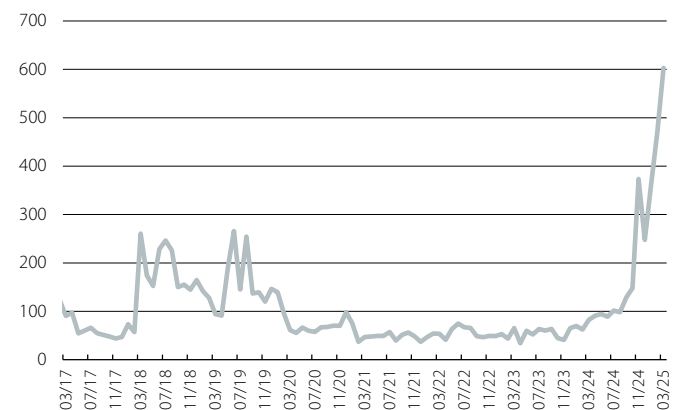
Desviación respecto a lo esperado



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

Índice de incertidumbre en política comercial

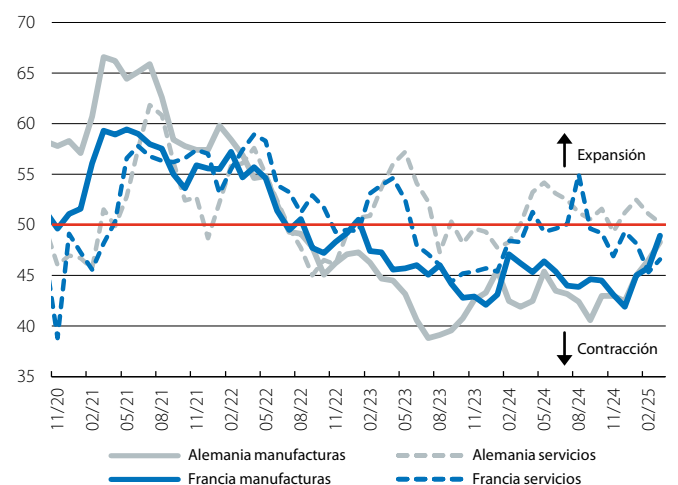
Frecuencia con la que se repiten en prensa conceptos relativos a incertidumbre en política comercial



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. y Raffo, A. (2020). Actualizados en <https://www.matteoiacoviello.com/tpu.htm#overview>.

Eurozona: PMI por componentes

Índice



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

empresarial mejoraron ante la expectativa de este estímulo fiscal, pero todavía no han recogido el posible impacto de los últimos aranceles anunciados por Trump. De hecho, en marzo, en Alemania el indicador de sentimiento económico ZEW registró su mayor subida en casi dos años, y el de confianza empresarial Ifo alcanzó máximos desde verano de 2024 (+1,4 puntos, hasta 86,7); al tiempo que en la eurozona el PMI compuesto subió hasta 50,4, tercer mes consecutivo por encima del umbral de 50, que indica crecimiento positivo, gracias al sector manufacturero.

En EE.UU. aumentan los riesgos de una desaceleración económica más intensa. El continuo tira y afloja en materia arancelaria y el recorte del gasto público han impulsado los temores, intensificados tras el *Liberation Day*, de que la economía registre un mayor freno del previsto. La confianza del consumidor ha sido la primera en acusar este aumento de la incertidumbre ante el temor de los hogares a un deterioro del mercado de trabajo y a un repunte de la inflación debido al proteccionismo comercial. Así, el índice de la Conference Board lleva cayendo todo el año y, en marzo, se situó en mínimos desde enero de 2021. Sin embargo, los indicadores de clima y opinión empresarial, que apuntan a cierta moderación de la actividad en el 1T 2025, todavía se mantienen en valores compatibles con crecimientos positivos pero modestos. De hecho, en marzo, el PMI compuesto subió con fuerza (+1,9 puntos, hasta 53,5) y el ISM de servicios logró mantenerse en valores por encima del umbral de 50 (50,8 vs. 53,5), mientras que el ISM para manufacturas se situó en referencias que apuntan a un práctico estancamiento (49,0 vs. 50,3).

Un mercado de trabajo todavía muy dinámico en el 1T. En marzo, se crearon 228.000 empleos no agrícolas, la tasa de paro aumentó apenas 0,1 p. p., hasta el 4,2%, y los despidos se situaron en mínimos del 1,0% del empleo total. Estos datos ponen de relieve que el efecto de las medidas adoptadas por el DOGE, y que se han traducido en una pérdida acumulada de unos 14.000 empleos federales entre febrero y marzo, está siendo, de momento, bastante reducido. Esto es así porque el sector público representa apenas un 15% del empleo no agrícola total, reduciéndose a un mero 1,8% en el caso del empleo federal.

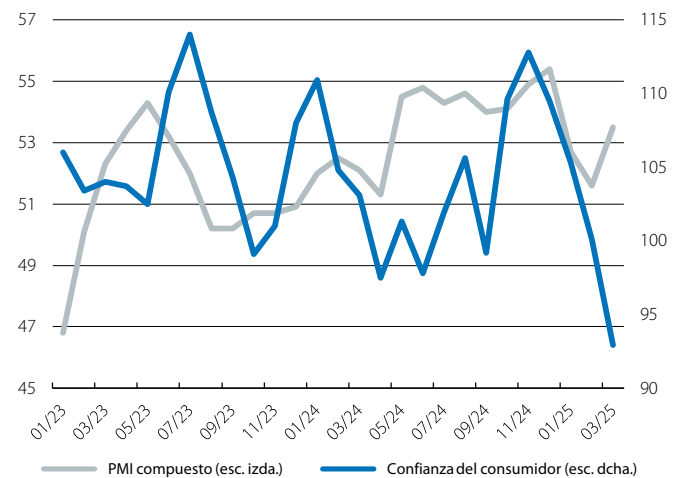
Riesgos al alza para la inflación en EE. UU. y sin sesgo claro en la eurozona. En febrero, tanto la inflación general como la subyacente en EE. UU. cayeron 0,2 p. p., hasta el 2,8% y el 3,1% respectivamente, en lo que es el primer descenso en cinco meses. Pese a lo positivo del dato, los riesgos sobre la inflación siguen concentrados al alza por el contexto actual de agravamiento de las tensiones comerciales. De hecho, la Fed, en su escenario macroeconómico de marzo, revisó al alza la inflación, precisamente, por el impacto de los aranceles y el aumento de la incertidumbre. De este modo, la Fed retrasa hasta 2027 el momento en que la inflación vuelva a su objetivo del 2,0%. Mientras, en la eurozona, la inflación retomó su senda de moderación: en marzo, la general cayó 0,1 p. p., hasta el 2,2%, y la subyacente 0,2 p. p., hasta el 2,4%, gracias a que la inflación en servicios sigue descendiendo (3,4% vs. 3,7%) y ya marca mínimos desde junio de 2022. Además, el BCE revisó modestamente al alza su estimación para la inflación en 2025, pero mantuvo sin cambios sus previsiones para los dos próximos años.

China tendrá que seguir aplicando medidas de estímulo para cumplir sus objetivos de crecimiento. En su reunión anual de las Dos Sesiones, el Gobierno chino volvió a fijar un objetivo de crecimiento en torno al 5% y, para conseguirlo, aplicará una política fiscal «moderadamente expansiva», todavía muy sesgada a medidas por el lado de la oferta. Sin embargo, la escalada proteccionista bilateral con EE. UU. ha elevado las preocupaciones sobre la economía china (las exportaciones a EE. UU. representan en torno al 3% de su PIB).

EE. UU.: índices de confianza

(Índice = 50)

(Índice = 100)

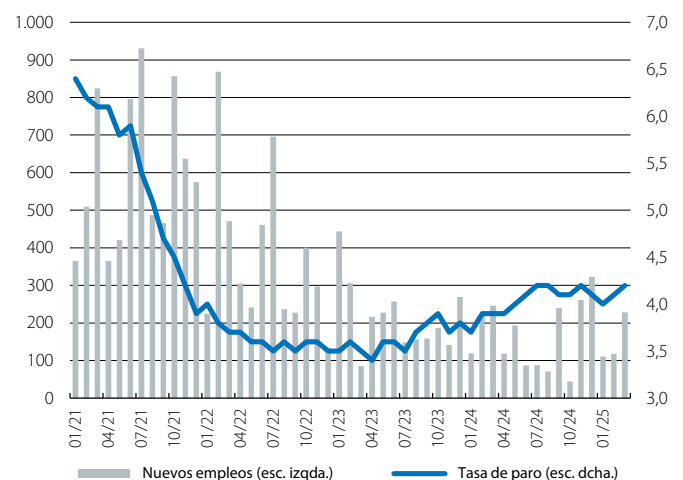


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Conference Board y de S&P Global.

EE. UU.: mercado de trabajo

(Miles de personas)

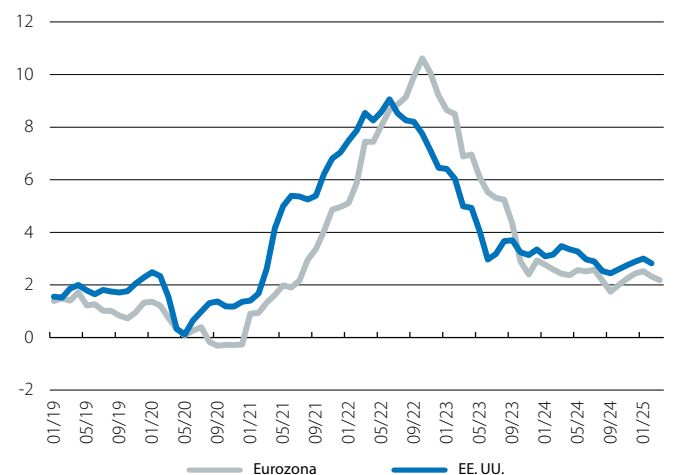
(%)



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

Inflación general

Variación interanual (%)



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

Una vuelta de tuerca en las prioridades políticas de la UE

La nueva Comisión Europea ha cumplido sus primeros 100 días en plena convulsión de las relaciones transatlánticas. La puesta en práctica (y en escena) de la agenda de Trump está acelerando el cambio de prioridades políticas que ya se intuía para el segundo mandato de Von der Leyen. La necesidad perentoria de conformar una UE más competitiva se antoja ahora indivisible del objetivo de mantener la seguridad e integridad de sus fronteras. El próximo ciclo presupuestario 2028-2034 debería recoger la ambición de estos retos a medio plazo, pero hasta su definición quedan duras negociaciones sobre cómo financiarlos e interrogantes críticos por resolver, como el futuro de Ucrania o los compromisos de la agenda climática.

Un plan para recuperar el norte en la competitividad global

La Comisión Europea presentó el 29 de enero la Brújula de la Competitividad,¹ una hoja de ruta para 2025-2026 que aterriza en acciones políticas las recomendaciones de los informes Letta y Draghi² y mantiene los tres grandes objetivos de este último: cerrar el *gap* de innovación con los competidores globales, impulsar la descarbonización competitiva y reducir las dependencias estratégicas. A las acciones específicas para cada uno de estos objetivos se suman cinco palancas horizontales, que pasan por simplificar la regulación para las empresas, avanzar en una mayor integración del mercado único, impulsar la financiación con nuevos productos de ahorro e inversión, garantizar la provisión de habilidades adecuadas en el mercado laboral y mejorar la coordinación de los instrumentos europeos con un impulso de los proyectos comunes.

La Comisión Europea ya ha presentado varias propuestas de acción política en ámbitos relevantes, que deben ser ahora refrendadas por el Consejo y el Parlamento Europeo. Entre ellas, dos paquetes de medidas de simplificación regulatoria en el área de sostenibilidad, parte de un objetivo general de reducir la carga administrativa de las empresas en al menos un 25% (35% en el caso de las pymes). También un nuevo pacto por la industria limpia, que incluye la movilización de 100.000 millones de euros para la producción de tecnologías limpias en la UE y un plan de acción para reducir los costes de la energía para consumidores y empresas, que podría suponer un ahorro de 45.000 millones en 2025 (y hasta 260.000 millones en 2040).

Y, entre lo que está por venir en 2025, hay mucha expectativa respecto a la revisión de la regulación sobre ayudas de estado y el marco de competencia, así como la estrategia para reducir la fragmentación del mercado interior. De esta última ya se ha avanzado una propuesta para impulsar la

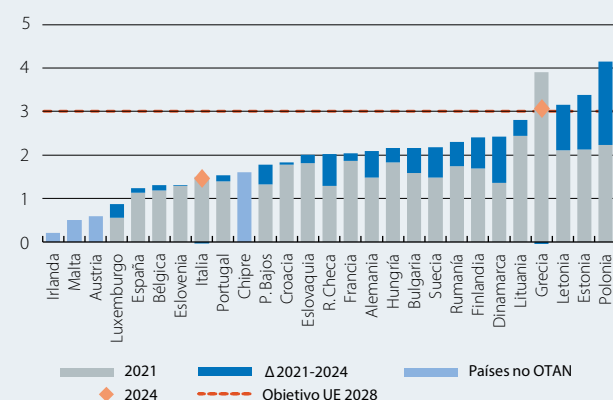
Unión de Ahorros e Inversiones (SIU, por sus siglas en inglés),³ cuyo principal objetivo es facilitar la canalización del ahorro de los hogares a la financiación de sectores estratégicos.

Gasto en defensa, más y más rápido de lo esperado

A caballo entre la Brújula de la Competitividad y las nuevas realidades geopolíticas, la UE está acelerando el paso en 2025 para reducir su dependencia estratégica de EE. UU. en materia de defensa.⁴ El catalizador ha sido la apuesta de la nueva Administración Trump por el unilateralismo en política exterior, que ha quebrado el eje atlántico con una retórica muy dura frente a Europa –lejos del enfoque transaccional esperado– y dado oxígeno a Rusia más allá del conflicto en Ucrania.⁵ La respuesta ha llegado en forma de un ambicioso paquete de medidas (*ReArm Europe*), que incluiría la activación de la cláusula de escape en las reglas fiscales, que podría liberar unos 650.000 millones para gasto en defensa los próximos cuatro años, así como un nuevo instrumento comunitario con 150.000 millones en préstamos a los Estados miembros para facilitar compras conjuntas y reforzar las capacidades paneuropeas (*Security Action for Europe*, SAFE).

Este paquete de medidas permitiría elevar el gasto anual en defensa del conjunto de la UE en algo más de 1 punto del PIB hasta el 2028, superando la cifra del 3% y acercándose a los registros de EE. UU. en la última década. Sin embargo, el punto de partida es muy heterogéneo, por lo que, de establecerse un objetivo común, el esfuerzo fiscal sería también muy diferente entre Estados miembros (véase el primer gráfico). Por razones obvias, los países li-

Gasto en defensa en 2021 e incremento hasta 2024 (% y p. p. del PIB)



Nota: Último dato disponible para los países de la UE que no son miembros de la OTAN (2023 para Austria y 2022 Chipre, Irlanda y Malta); dato 2024 en rombos para los países con reducción en el gasto de defensa desde 2021 (Grecia e Italia).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OTAN y de Eurostat.

3. Comisión Europea (2025). «*Savings and Investments Union: A Strategy to Foster Citizens' Wealth and Economic Competitiveness in the EU*», comunicación de la Comisión Europea, COM(2025) 124 final.

4. Comisión Europea (2025). «*Joint White Paper for European Defence Readiness 2030*», JOIN(2025) 120 final.

5. Véase el Focus «*La reconstrucción de Ucrania y las posibles implicaciones para el escenario energético europeo*» en este mismo *Informe Mensual*.

1. Véase Comisión Europea (2025). «*A Competitiveness Compass for the EU*», comunicación de la Comisión Europea, COM(2025) 30 final.

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

mítrofes con Rusia y Ucrania son los que han registrado un incremento más significativo desde 2021 y han mostrado las ratios más elevadas en 2024, destacando el 4,2% de Polonia, mientras que, entre las grandes economías, Alemania y Francia se situaban en torno al promedio, seguidas a cierta distancia por Italia (1,5%) y España (1,2%). En algunos casos, cubrir este *gap* supondrá un estrés adicional sobre su limitado espacio fiscal,⁶ por lo que es previsible que redireccionen fondos comunitarios no utilizados, como los del NGEU.⁷

Priorizar con un presupuesto a la altura de los retos

La Comisión Europea presentará en julio de este año su propuesta para el Marco Financiero Plurianual (MFF) 2028-2034. Este nuevo ciclo presupuestario nace en un contexto bien diferente al anterior, aprobado en 2020 en plena gestión de la pandemia. El entorno geopolítico se antoja más hostil, con un conflicto armado en la frontera oriental de la UE y el quiebre de la histórica alianza transatlántica, también el geoeconómico, con riesgos de escalada en el proteccionismo y fragmentación comercial. Un escenario que va a requerir de cuantiosos recursos, que permitan financiar simultáneamente la Brújula de la Competitividad, el mayor gasto en defensa, la reconstrucción de Ucrania⁸ y una posible nueva fase de ampliación al Este encabezada por este país,⁹ así como el repago de la deuda mancomunada emitida para financiar el NGEU.¹⁰ Considerando todos estos factores, estimamos que el presupuesto anual de la UE podría escalar del 1% del PIB en 2021-2027 hasta unas necesidades totales de gasto del 1,7% en 2028-2034, un salto de cuantía similar a los fondos del NGEU (véase el segundo gráfico).¹¹ Una parte de este incremento podría canalizarse a través de una reorientación de los recursos del ciclo anterior, incluidos aquellos no utilizados del NGEU, así como con otras fuentes alternativas de

6. Véase el Focus «El nuevo marco de gobernanza económica de la UE» en el IM01/2025.

7. Véase el Dossier «La capacidad transformadora del NGEU y de otros planes de estímulo fiscal» en el IM03/2025.

8. Banco Mundial (2025). «Ukraine: Fourth Rapid Damage and Needs Assessment Fourth Rapid Damage and Needs Assessment».

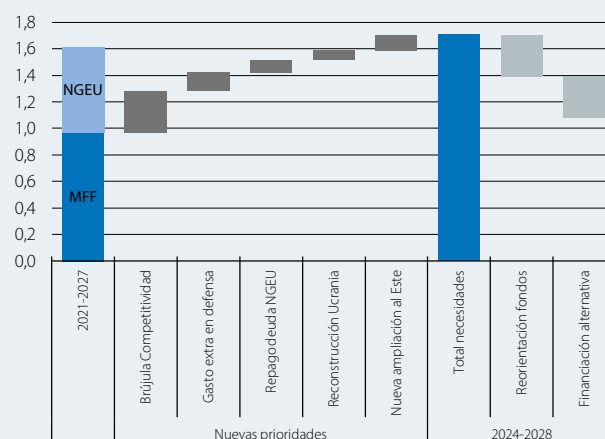
9. Véase Darvas, Z. y Mejino-López, J. (2024). «What enlargement could imply for the European Union's budget», Bruegel.

10. Véase Darvas, Z. y McCaffrey, C. (2024). «Management of debt liabilities in the EU budget under the post-2027 MFF», Parlamento Europeo.

11. Asumimos las siguientes hipótesis en el cálculo detallado que se muestra en el gráfico: i) el sector público financia una cuarta parte de los 800 mil millones (mM) anuales identificados en el informe Draghi como necesidades de inversión y un 25% se cubre con el presupuesto comunitario a través de los fondos para la Brújula de la Competitividad; ii) el gasto extra en defensa se corresponde con la financiación común del 25% de un incremento de 1 punto del PIB descontadas las necesidades ya identificadas en el informe Draghi (20 mM anuales); iii) el repago de la deuda mancomunada del NGEU se sitúa en el rango de 20-25 mM anuales; iv) consideramos que la mitad del coste de la reconstrucción de Ucrania (500 mM en los próximos 10 años según el Banco Mundial) será asumido por las administraciones europeas y, basado en lo observado hasta el momento, un 50% será con financiación común; v) según diferentes fuentes, el coste de una posible ampliación al Este se situaría en torno a 20 mM anuales para el presupuesto comunitario; vi) reorientación de un 25% de los fondos correspondientes al periodo 2021-2027; y vii) la financiación alternativa considera el *rollover* de la deuda mancomunada del NGEU, la disposición de unos 100 mM de activos rusos y nuevos recursos propios por valor de 35 mM anuales.

Estimación del presupuesto anual de la UE para 2028-2034

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir del informe Draghi (2024) y referencias citadas en este artículo publicadas en Bruegel (2024) y el Parlamento Europeo (2024, 2025).

financiación: emisiones de deuda mancomunada, nuevos recursos propios de la UE o incluso la disposición de activos rusos congelados a raíz de la invasión de Ucrania.¹²

El camino hasta la aprobación de un nuevo MFF no estará libre de espinas. La fragilidad política interna se ha intensificado tras el último ciclo electoral, incluidas las elecciones al Parlamento Europeo en 2024. También, la perspectiva de un mayor gasto público podría traer tensiones a los mercados de deuda soberana,¹³ y queda por ver la factura sociopolítica que deja el aparente giro de la nueva Comisión Europea en materia medioambiental, con una agenda climática cada vez más subordinada al impulso competitivo.

Sin embargo, la unanimidad del Consejo al respaldar la propuesta del plan de defensa europeo, junto a los recientes brotes verdes en el eje París-Berlín, ha abierto cierto optimismo para impulsar un presupuesto ambicioso a la altura de los retos. A diferencia de la urgencia que guio los acuerdos históricos para el NGEU en 2020, ahora tenemos la ventaja de que se ha realizado una profunda reflexión previa sobre las prioridades de la UE a través de los informes Letta y Draghi, facilitando la selección de acciones políticas que tengan verdadero impacto y que sean trascendentes a medio plazo para los 450 millones de europeos.

David Martínez Turégano

12. Kowald, K. y Pari, M. (2025). «Future of EU long-term financing», Parlamento Europeo.

13. Véase el Focus «El giro fiscal alemán y el bund: cuando la seguridad tiene un precio» en este mismo Informe Mensual.

La reconstrucción de Ucrania y las posibles implicaciones para el escenario energético europeo

Desde la llegada de Donald Trump a la presidencia de EE. UU., se han sucedido los intentos por lograr entablar una mesa de negociación entre Rusia y Ucrania. El pasado 25 de marzo, se dio un primer paso con la firma de un alto el fuego parcial entre Ucrania y Rusia, con el que se quiere garantizar la seguridad de la navegabilidad y el comercio en el mar Negro. Además, se incluyó el compromiso de no realizar ataques contra las infraestructuras energéticas, poniendo de relieve la importancia de este sector para ambas naciones, por el abastecimiento doméstico y por los ingresos generados por las exportaciones de combustibles fósiles. Más allá de las consideraciones políticas y sociales, un acuerdo de paz duradero tendría un efecto positivo sobre los flujos energéticos internacionales y favorecería la relajación de los precios, especialmente del gas natural. La UE, consciente de esta ventaja y de la necesidad de restaurar las instalaciones energéticas dañadas durante la guerra, ha comenzado a plantear el futuro de la reconstrucción de Ucrania, de sus infraestructuras energéticas y del resto de sectores relevantes para el crecimiento económico.

Los costes de la reconstrucción

De manera conjunta, el Banco Mundial, la UE y las Naciones Unidas¹ han estimado que el valor de los daños directos de la guerra de Ucrania, desde febrero de 2022 hasta diciembre de 2024, ascendería a 176.000 millones de dólares (170.000 millones de euros), cifra un 15,8% superior al cálculo realizado a finales de 2023. En el último año, el incremento de los daños se produjo de manera generalizada en el sector residencial, el transporte, el comercio y la industria. Sin embargo, las pérdidas en el sector energético se elevaron un 70%, consecuencia de los daños registrados sobre activos vinculados a la generación y transmisión de electricidad, infraestructuras de distribución energética y calefacción urbana (véase el primer gráfico).

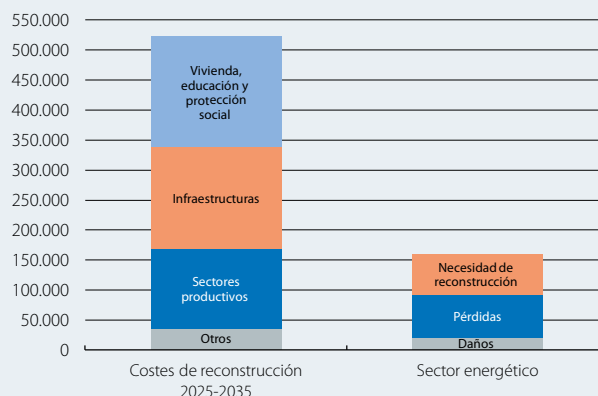
Estos tres organismos internacionales estiman que el coste de las necesidades de reconstrucción y recuperación de Ucrania, del sector público y del privado, durante la próxima década, ascenderían a 524.000 millones de dólares (506.000 millones de euros), aproximadamente 2,8 veces el PIB nominal estimado de Ucrania en 2024. El listado de prioridades en la asignación de las ayudas lo encabezaría la vivienda (con el 16% del total), seguida del transporte (15%), la energía (12%), el comercio y la industria (12%) y la agricultura (11%).

Paralelamente, y con el fin de obtener el respaldo necesario para lograr la futura adhesión de Ucrania a la UE, el Gobierno ucraniano ha puesto en marcha un programa de

1. Véase «Cuarta Evaluación Rápida de Daños y Necesidades de Ucrania (RDNA4)». World Bank Document, febrero de 2025.

Ucrania: costes de la reconstrucción económica y energética

(Millones de dólares)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial, de la UE y Nu.

reformas e inversiones recogidas en el Plan Ucrania.² En el caso concreto del sector energético, se están tomando medidas para ofrecer oportunidades atractivas al sector privado y se han acelerado las reformas legislativas y estructurales (centradas en la mejora de la seguridad energética y la transición hacia energías renovables) con el fin de alinear el sector con las normas y estándares de la UE, como requisito esencial para poder competir en los mercados europeos.

¿Qué pasará con el escenario energético europeo después de los acuerdos de paz?

Una de las cuestiones que más debate suscita en torno a los acuerdos de paz, parciales o totales, y al proceso de reconstrucción es qué ocurrirá con el escenario energético europeo. Aspectos como si Europa volverá a ser uno de los principales clientes de la energía rusa o qué impacto tendrá en los precios del crudo y del gas natural la vuelta de Rusia a la escena europea centran gran parte de las incógnitas a resolver.

Respecto al petróleo, tras la invasión de Ucrania, Occidente sancionó las exportaciones de crudo ruso,³ aspecto que no impidió que Rusia siguiera manteniendo un elevado

2. En mayo de 2024, el Gobierno de Ucrania adoptó de la UE el [Plan Ucrania](#). Es un programa integral de reformas e inversiones para el periodo 2024-2027, que abarca la mayoría de los sectores de la economía ucraniana.

3. En 2022, EE. UU. y el Reino Unido prohibieron las importaciones de petróleo y derivados de Rusia. La UE, desde finales de 2022, también las prohibió y, en 2023, restringió la prestación de servicios asociados (transporte y seguros marítimos) a los importadores de crudo ruso. Paralelamente, en 2022, el G-7 impuso un tope al precio de venta del barril de crudo ruso transportado por vía marítima a 60 dólares. No afecta al crudo que llega a Europa a través de oleoducto a países sin acceso al mar.

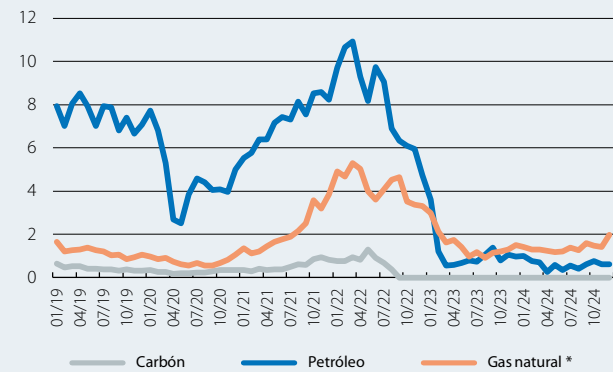
ritmo de producción. Desde entonces, los flujos desde Rusia hacia Europa se han minimizado de forma efectiva (véase el segundo gráfico), y los cargamentos de petróleo ruso se han redirigido hacia China, India y Turquía. Por su parte, Europa ha suplido esta merma con los barriles de Oriente Medio y EE. UU. En un posible acuerdo de paz, existe la posibilidad de que EE. UU. suavizara las sanciones sobre el tope de precios impuesto por el G-7, aspecto por el cual la prima de descuento actual a la que se negocia el barril de los Urales se diluiría y perdería la ventaja competitiva respecto al precio del barril de Brent para los compradores asiáticos. Este movimiento no debería afectar significativamente al volumen de las importaciones de petróleo de Europa y los precios podrían registrar presiones a la baja, relacionadas con el aumento de la oferta de barriles por parte de la OPEP a partir de abril.

Por el contrario, en el caso del gas natural, el acuerdo de paz sí que podría tener más implicaciones para Europa. El escenario gasístico europeo actual no es el mismo que había antes de comenzar la guerra. De una parte, la demanda de gas natural del Viejo Continente ha descendido un 20% entre 2021 y 2024. El encarecimiento del gas natural en Europa desde el inicio de la guerra, el despliegue de las energías renovables y las políticas de ahorro energético promovidas desde la UE⁴ han supuesto una reducción considerable de la demanda. De otra, Europa ha buscado proveedores alternativos de gas natural y ha dado mayor protagonismo al gas natural licuado (GNL), principalmente al de origen estadounidense, y a toda la industria de almacenamiento y regasificación asociada a este combustible. No obstante, en este aspecto hay que señalar que, aunque las exportaciones de gas natural ruso hacia Europa se han reducido drásticamente desde 2022, Rusia ha seguido vendiendo GNL a Europa, llegando a suponer el 18% del total de GNL importado por Europa (excluida Turquía) en 2024.

Adicionalmente, otro factor que también ha cambiado drásticamente son las rutas del gas importado desde Rusia a Europa por gasoducto. De cuatro vías de acceso existentes al inicio de la guerra (Yamal por Polonia, Nord Stream por Alemania, Brotherhood por Ucrania y Turk Stream por Turquía), actualmente solo está operativo el gasoducto turco. A diferencia de lo ocurrido con el petróleo, la UE no ha sancionado de manera explícita los flujos de gas natural por gasoducto, y las interrupciones de los suministros se han debido a cuestiones legales, políticas y logísticas.

4. Véase «REPowerEU: la política energética en los planes de recuperación y resiliencia de los países de la UE», cuyo propósito es poner fin a la dependencia de los combustibles fósiles rusos en 2027, ahorrando energía y diversificando los suministros. Y «Objetivo 55», paquete de medidas de la UE sobre la legislación europea del clima con el objetivo de reducir las emisiones de gases de efecto invernadero de la UE en al menos un 55% en 2030.

Rusia: exportaciones de minerales fósiles a la UE (Miles de millones de dólares)



Nota: * Incluye gas natural y GNL.

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

Con todo, llegado el momento de la paz, parece poco probable que el volumen de las exportaciones de gas natural de Rusia a Europa vuelva a alcanzar los niveles previos a la guerra. En los tres últimos años, los países de la UE han invertido la preferencia de una energía barata por la seguridad energética. La mayoría de los miembros mantienen una postura contraria al retorno del gas ruso a Europa, excepto Eslovaquia y Hungría, aspecto por el cual apoyarán la diversificación de los proveedores y por el que tampoco invertirán significativamente en la recuperación de los gasoductos en pausa. Además, la guerra ha acelerado en la UE una serie de cambios estructurales con un perfil a más largo plazo, como la inversión en fuentes de energía renovables, la deslocalización de algunas industrias intensivas en el uso del gas natural y el desarrollo de la capacidad del GNL, todos ellos, aspectos que disminuyen el potencial de crecimiento de la demanda para el gas natural ruso.

Todo apunta a que, ante un acuerdo de paz equilibrado entre Rusia y Ucrania, el retorno de los flujos de gas y petróleo rusos a Europa difícilmente alcanzará los niveles previos al conflicto. Además de las cuestiones políticas, legales y de seguridad, los cuantiosos daños sufridos por las infraestructuras energéticas ucranianas durante el conflicto, a pesar de ser un objetivo prioritario de reconstrucción, ralentizarán la normalización del tránsito de esos flujos.

Beatriz Villafranca

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	01/25	02/25	03/25
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	3,8	3,6	3,5	...
Confianza del consumidor (valor)	105,4	104,5	106,3	98,9	102,2	110,6	105,3	100,1	92,9
Producción industrial	0,2	–0,3	–0,5	0,0	–0,4	–0,2	1,9	1,4	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,8	48,5	47,3	48,2	50,9	50,3	49,0
Viviendas iniciadas (miles)	1.421	1.368	1.407	1.340	1.332	1.392	1.350	1.501	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	312	330	325	329	332	336	339	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	4,0	3,8	4,0	4,2	4,1	4,0	4,1	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,3	60,1	60,2	60,1	60,0	59,9	60,1	59,9	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	–3,1	–3,4	...	...
Precios									
Inflación general	4,1	3,0	3,2	3,2	2,6	2,7	3,0	2,8	...
Inflación núcleo	4,8	3,4	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	3,1	...

JAPÓN

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
Actividad									
PIB real	1,5	0,1	–0,7	–0,7	0,7	1,1	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	35,2	37,2	38,9	37,0	36,8	36,3	35,2	35,0	...
Producción industrial	–1,4	–3,0	–4,3	–3,5	–1,8	–2,5	2,3	4,5	...
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	2,4	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,2	–1,0	–1,1	–1,0	–1,0	–0,9	...
Precios									
Inflación general	3,3	2,7	2,5	2,7	2,8	2,9	4,0	3,6	...
Inflación subyacente	3,9	2,4	3,2	2,2	2,0	2,3	2,6	2,6	...

CHINA

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
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	...	4,0	...
Producción industrial	4,6	5,6	5,8	5,9	5,0	5,6	...	5,9	...
PMI manufacturas (oficial)	49,9	49,8	49,7	49,8	49,4	50,2	49,1	50,2	50,5
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	865	995	841	864	897	995	1.049	1.041	...
Exportaciones	–5,1	4,6	–1,7	4,4	5,4	10,0	5,5	–2,3	...
Importaciones	–5,5	1,1	1,6	2,5	2,2	–1,7	–16,5	1,5	...
Precios									
Inflación general	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,2	0,5	–0,7	...
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	01/25	02/25	03/25
Ventas al por menor (variación interanual)	-1,9	1,2	0,1	0,4	2,1	2,1	1,5	...	...
Producción industrial (variación interanual)	-1,6	-3,0	-4,7	-3,9	-1,7	-1,5	0,0	...	...
Confianza del consumidor	-17,4	-14,0	-15,3	-14,2	-13,0	-13,4	-14,1	-13,6	-14,5
Sentimiento económico	96,2	95,7	95,7	95,8	96,1	95,2	95,3	96,3	95,2
PMI manufacturas	45,0	45,9	46,4	46,3	45,8	45,5	46,6	47,6	48,6
PMI servicios	51,2	51,5	50,0	53,1	52,5	52,1	51,3	50,6	51,0
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	1,4	1,2	1,1	1,0	1,0	0,7	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,6	6,4	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2	6,1	...
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	7,5	7,4	7,4	7,3	7,3	7,4	...
Italia (% pobl. activa)	7,7	6,6	7,1	6,7	6,3	6,1	6,2	5,9	...
PIB real (variación interanual)	0,5	0,8	0,5	0,5	1,0	1,2	-	-	-
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	01/25	02/25	03/25
General	5,5	2,4	2,6	2,5	2,2	2,2	2,5	2,3	2,2
Núcleo	5,0	2,8	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,6	2,4

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	01/25	02/25	03/25
Saldo corriente	2,1	3,5	2,6	3,2	3,3	3,5	3,4	...	...
Alemania	5,6	5,7	6,0	6,4	6,3	5,7	5,4	...	...
Francia	-1,0	0,4	-0,5	-0,4	0,0	0,4	0,2	...	...
Italia	0,0	1,4	0,5	0,9	1,1	1,4	1,3	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	94,2	93,2	92,7	94,6

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	01/25	02/25	03/25
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	2,7	0,8	0,3	0,4	1,0	1,4	2,0	2,2	...
Crédito a hogares ^{2,3}	1,7	0,5	0,2	0,3	0,5	0,9	1,3	1,5	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	5,1	4,9	4,4	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	4,1	...	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	-8,5	-3,9	-8,8	-5,5	-2,5	1,2	2,9	3,8	...
Otros depósitos a corto plazo	21,1	12,3	18,3	14,3	10,5	5,9	3,3	2,0	...
Instrumentos negociables	20,3	20,2	20,6	19,8	22,1	18,5	17,3	19,8	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	2,7	3,0	3,2	3,1	3,0	2,6	2,3	...	...

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 sigue creciendo a un buen ritmo pese a la incertidumbre en el entorno internacional

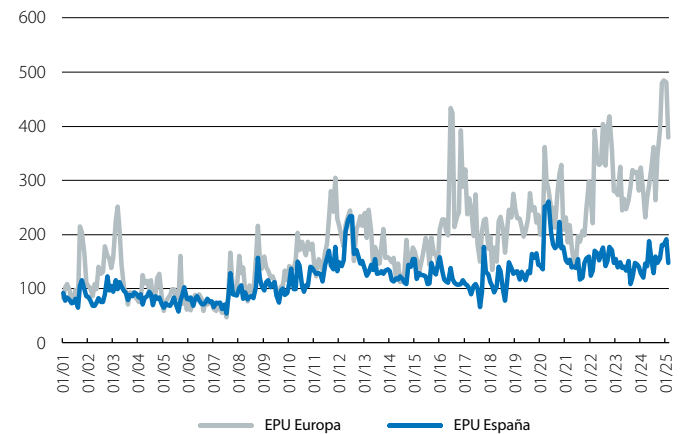
Incertidumbre es la palabra del momento, pero su percepción en nuestra economía es menor que en el resto de Europa. El convulso contexto internacional, marcado por la actuación de la Administración Trump, sigue siendo objeto de máxima atención y preocupación. La incertidumbre en torno a varias dimensiones es elevada: acerca de la guerra comercial desatada por EE. UU, acerca de la evolución de la guerra entre Rusia y Ucrania y acerca de la propia relación transatlántica. Ante tanta incertidumbre, conviene diferenciar su intensidad según el país. En España, los índices de incertidumbre, medidos a través de análisis textual de los principales periódicos del país, muestran un repunte menor que el que se observa para el conjunto de Europa. El menor grado de exposición comercial a EE. UU. de España frente al conjunto de Europa o la distancia respecto al frente ucraniano pueden ser algunas de las explicaciones respecto a este diferencial. Sea como fuere, de momento, y a la espera de cómo se desarrollen los acontecimientos, parece que nuestra economía debería capear este periodo de incertidumbre de mejor modo que nuestros principales socios comerciales.

El sector servicios sigue avanzando con fuerza, mientras que el convulso contexto internacional se está dejando sentir negativamente en la industria. Por el lado de los servicios, en el 1T el índice PMI para el sector se emplazó en los 55,3 puntos, 0,2 puntos por encima del registro del trimestre anterior. Asimismo, el índice de producción del sector servicios avanzó un notable 1,5% intermensual en enero, propulsando la tasa interanual del 2,1% al 4,2%. En contraposición, el PMI manufacturero cedió 3,6 puntos en el promedio del 1T 2025 respecto al 4T 2024, hasta alcanzar los 50 puntos. El retroceso se explica por el pobre comportamiento de la demanda externa, afectada por la incertidumbre arancelaria. En la misma tónica, el índice de producción industrial empezó el año con mal pie, con una caída intermensual del 1,0%. Por el lado del consumo, las señales son mixtas. En el promedio de enero y febrero, el índice de comercio al por menor avanza un 0,2% respecto al promedio del trimestre anterior y el indicador de consumo de CaixaBank Research crece, con datos hasta la tercera semana de marzo, un 3,4% interanual, frente al 4,0% del trimestre anterior. Sin embargo, hay que tener en cuenta que las lecturas de marzo han sido particularmente modestas, principalmente por el capítulo del consumo presencial, que podría haber sido afectado por las intensas lluvias durante el mes y por un efecto calendario provocado por la Semana Santa, que en 2024 tuvo lugar en marzo. Finalmente, tal y como se comentará a continuación, el empleo ha seguido avanzando con fuerza. De este modo, los indicadores disponibles, a pesar de sus matices, siguen apuntando a un ritmo de crecimiento notable del PIB, que situamos en la horquilla del 0,6%-0,7% intertrimestral.

La creación de empleo se mantiene dinámica en marzo a pesar de que este año la Semana Santa cae en abril. En marzo, los afi-

España: índices de incertidumbre por política económica

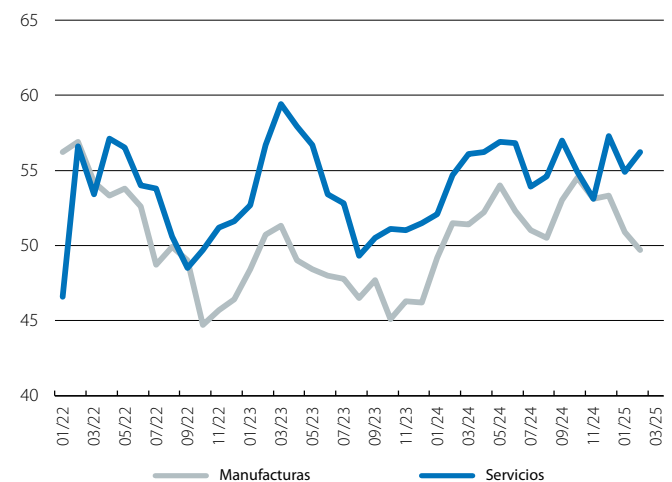
Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Baker, S. R., Bloom, N. y Davis, S., y Ghirelli, C., Pérez, J. J. y Urtasun, A.

España: PMI

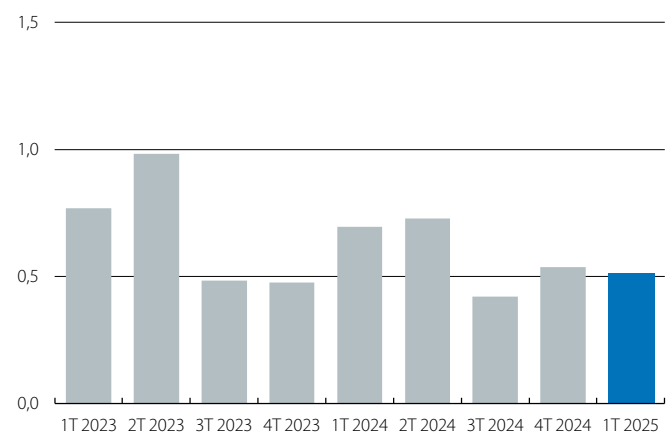
Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social

Variación intertrimestral (%)



Nota: Serie desestacionalizada de afiliados que no están en ERTE.

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

liados a la S. S. aumentaron en 161.492 personas (un 0,8% intermensual), un incremento en consonancia con lo habitual en este mes, pero algo por debajo del avance anotado en marzo de 2024 (0,9%), dado que el pasado año la Semana Santa cayó en marzo. En el conjunto del 1T, la afiliación aceleró en 0,1 p. p. el ritmo de crecimiento del trimestre anterior, con un avance del 0,6% intertrimestral corrigiendo la estacionalidad.

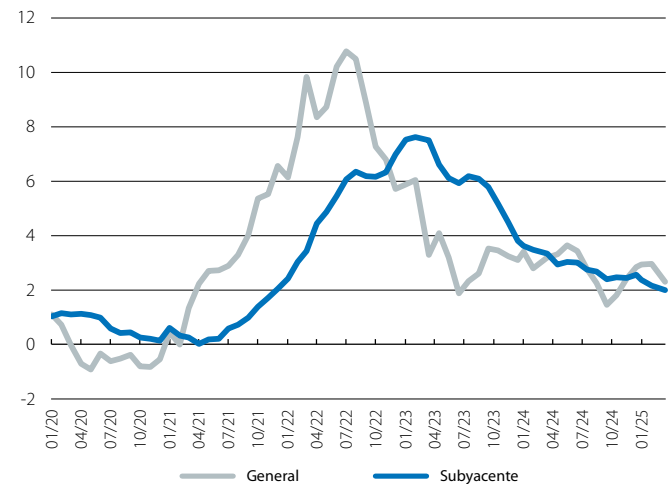
Notable ajuste de la inflación en marzo. La inflación general cayó 7 décimas en marzo hasta el 2,3% y la inflación subyacente 2 décimas hasta el 2,0%. Esta caída de la inflación general responde en gran medida al descenso de los precios de la electricidad. Por su parte, se constata la sostenida reducción de la inflación subyacente, que en apenas tres meses ha bajado 0,6 p. p. Sin embargo, el dato de este mes podría estar influenciado por un efecto calendario. El año pasado la Semana Santa tuvo lugar en marzo, lo que supuso un aumento del precio de los servicios turísticos que no se ha producido este mes. La fuerte corrección del precio de las principales materias primas energéticas que tuvo lugar en marzo junto con el abaratamiento del precio del petróleo anticipado por los mercados de futuros apunta a que los precios de la energía deberían contribuir a una moderación de la inflación en los próximos meses.

El déficit público desciende hasta el 3,2% del PIB en 2024 y se sitúa en 50.187 millones de euros, equivalente al 3,15% del PIB, una reducción de 2.482 millones respecto a 2023. Sin contar el gasto excepcional por la DANA, de 5.590 millones, el déficit se situó en el 2,8% del PIB, 0,2 p. p. por debajo del objetivo marcado por el Gobierno y la Comisión Europea, del 3,0%. Los ingresos públicos aumentaron un 7,1%, impulsados por el dinamismo de la actividad económica y por una inflación todavía relativamente elevada, mientras que los gastos crecieron un 6,2%, principalmente debido al incremento del gasto en pensiones y en salarios de empleados públicos. El año 2024 cierra con un ajuste fiscal considerable, de 0,7 p. p., si excluimos el gasto extraordinario por la DANA.

La posición deudora externa sigue reduciéndose gracias al buen comportamiento del sector exterior. La balanza por cuenta corriente cerró 2024 con un superávit del 3,0% del PIB, por encima del 2,7% del año anterior y muy cercano al récord histórico que se alcanzó en 2016, del 3,1%. Tanto la balanza de bienes como la de servicios contribuyeron a la mejora del saldo corriente: el déficit de bienes se redujo 0,3 p. p., hasta el 2,0% del PIB, gracias al componente energético, fruto del abaratamiento de las importaciones, mientras que el superávit de servicios se amplió 0,1 p. p., hasta el 6,3%, gracias al empuje del turismo. En contraposición, el déficit en la balanza de rentas se mantuvo estable en el 1,3%. El buen tono de la cuenta corriente, en conjunción con el superávit en la cuenta de capital, ha permitido seguir reduciendo el déficit de la posición de inversión internacional neta –la diferencia entre el valor de nuestros activos en el extranjero y el de los extranjeros en el país–, una dinámica comentada con más detalle en el Focus [«La elevada capacidad de financiación sigue facilitando la corrección del endeudamiento externo de la economía española»](#) en este mismo *Informe Mensual*. Así, la PIIN cerró en 2024 con un saldo deudor del 44% del PIB, 7,3 p. p. menos que en 2023 y un registro no visto desde 2002.

España: IPC

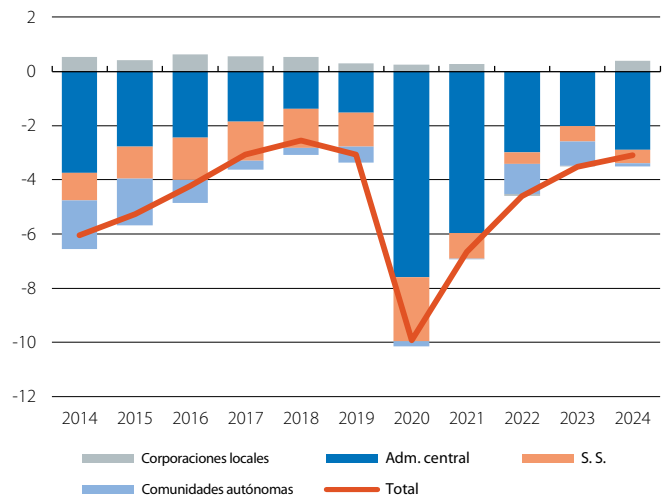
Variación interanual (%)



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

España: saldo de las Administraciones públicas

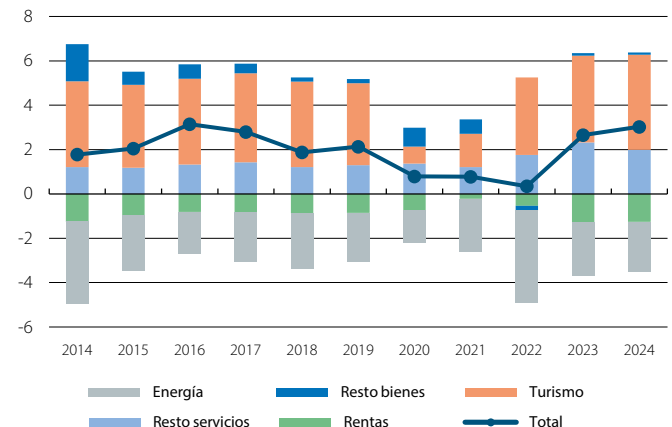
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Hacienda.

España: balanza por cuenta corriente

(% sobre el PIB)



Nota: Datos de comercio de bienes energéticos según la clasificación de Grupos de Utilización (GU).

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

Monitoreando el consumo en más de 200 ciudades de España en tiempo real

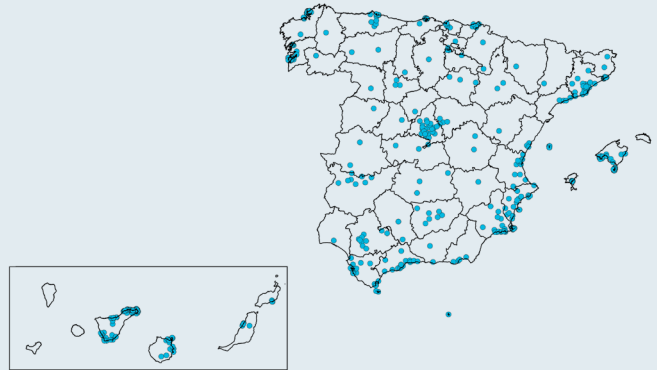
Los datos masivos (*big data*) permiten un seguimiento de la economía con una granularidad e inmediatez hasta hace poco inimaginable. Un ejemplo de ello es el [portal de Economía en tiempo real de CaixaBank Research](#), una herramienta pionera en monitorear la economía española a partir de datos internos de la entidad, agregados y debidamente anonimizados.¹ El consumo es uno de los ámbitos analizados a partir de pagos y reintegros con tarjetas bancarias.² Hasta ahora, la evolución del consumo estaba disponible a nivel agregado para el total de España y para todas las comunidades autónomas.

Ahora incorporamos al portal el consumo en municipios de España de más de 35.000 habitantes. En total, realizamos el seguimiento en 207 municipios, lo que incluye todas las capitales de provincia. Muchas de estas ciudades son entes económicos de tamaño considerable, pero que, a menudo, disponen de información económica limitada sobre su municipio, en particular de información con latencia reducida que permita un seguimiento casi a tiempo real.³ Esta nueva herramienta ofrece un indicador del gasto en el municipio que refleja la realidad económica local basada en datos de calidad.

El consumo lo identificamos a partir del gasto presencial con tarjeta y de los reintegros realizados en cada una de estas 207 ciudades españolas (véase el primer gráfico). Así, incluimos el gasto con tarjeta y reintegros tanto de españoles como de extranjeros para tomar el pulso del consumo en un municipio.⁴ Mensualmente, publicaremos cómo evoluciona el consumo presencial en cada municipio con un decalaje de unos pocos días después del cierre del mes.

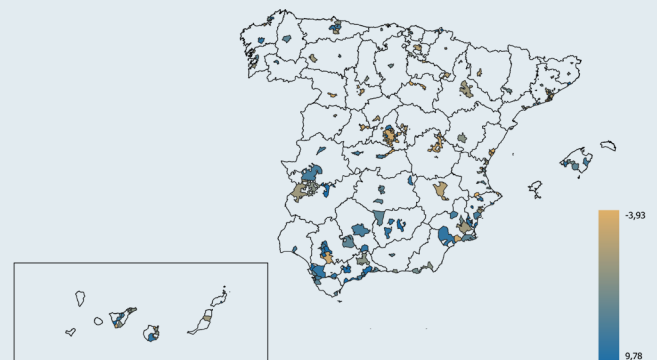
El consumo en España avanzó en el 1T 2025 un 3,4% interanual,⁵ un nivel de crecimiento algo inferior al 4,0% del

España: desglose de ciudades disponibles para el seguimiento del consumo en el portal de Economía en tiempo real



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos (portal de Economía en tiempo real, <https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com/#/home?lang=CAS>).

España: avance del consumo en las principales ciudades de España en 2024



Nota: El avance del consumo corresponde al promedio del crecimiento mensual en 2024 medido a partir del gasto presencial con tarjeta y de los reintegros en cada municipio.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos (portal de Economía en tiempo real, <https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com/#/home?lang=CAS>).

1. Véanse los Focus «Economía en tiempo real: el nuevo portal de CaixaBank Research» en el IM11/2022 y «Lo que el big data nos descubre sobre el consumo en España» en el IM07/2024, para más detalle.

2. Los indicadores disponibles se agrupan en cinco ámbitos: el consumo, la vivienda, el turismo, los salarios y la desigualdad. Véase el documento metodológico para mayor detalle sobre la construcción y validación de los indicadores: https://www.caixabankresearch.com/es/nota-metodologica_rte.

3. Una excepción son los datos de afiliación y de paro registrado a nivel municipal, publicados mensualmente por la Seguridad Social y el SEPE, respectivamente.

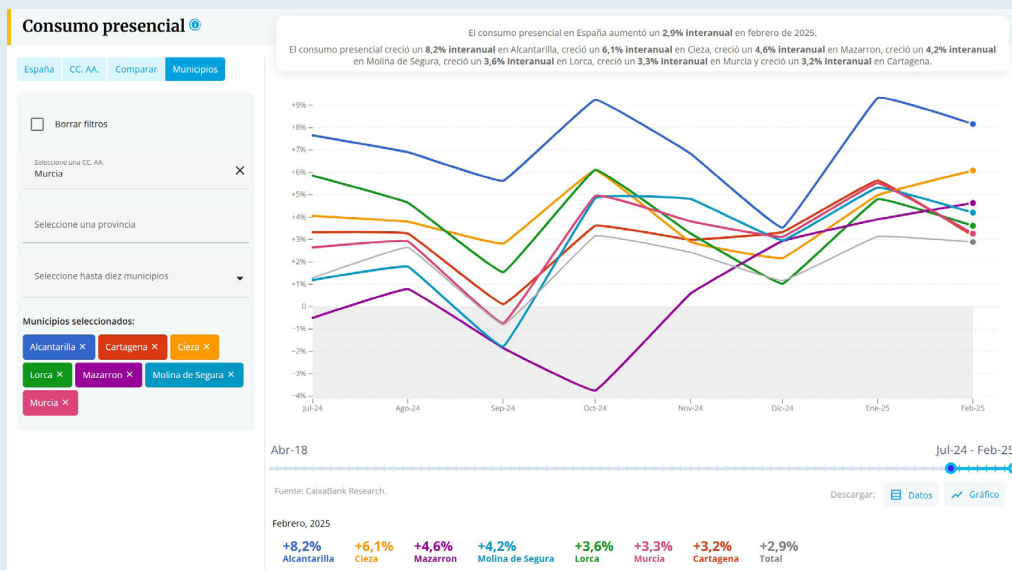
4. Más concretamente, incluimos el gasto presencial y los reintegros realizados en el municipio, ya sea con tarjetas emitidas por CaixaBank o en TPV y cajeros de CaixaBank, en el caso de los extranjeros. La localización del gasto en un municipio concreto se realiza a partir de la ubicación del comercio del TPV o, cuando este no está disponible, a partir de la ubicación del comercio en la operativa de tarjetas.

5. Datos hasta día 21 de marzo. Para más información, véase el [Monitor de consumo | CaixaBank Research](#).

trimestre anterior, pero aún relativamente elevado.⁶ En particular, el consumo presencial mediante tarjetas y reintegros, que también monitoreamos a nivel de ciudad, se mantuvo en el 1,9%, un ritmo de crecimiento similar al del trimestre anterior.

El mapa de crecimiento del consumo en los distintos municipios incluidos en el portal nos muestra una diversidad de situaciones que no podemos apreciar con los datos de consumo a nivel nacional. Como podemos ver en el segundo mapa, el consumo en 2024 creció a mayor

6. Esta cifra es ligeramente inferior a la publicada por el INE para la serie del consumo nominal (+4,3% interanual en el 4T 2024, con datos no ajustados por efectos de estacionalidad y calendario). Ambas series difieren en varios aspectos. Por ejemplo, nuestro monitor solo incluye datos de pagos y reintegros con tarjeta y recibos domiciliados, excluyendo así el consumo de bienes producidos fuera del mercado, entre otros.



ritmo en la mitad sur de la península y en las islas Baleares y Canarias, a menudo en poblaciones con gran afluencia turística. Varias ciudades del norte de España también destacan positivamente, como, por ejemplo, Santiago de Compostela. En esta ciudad, el gasto avanzó un 4,5% en 2024, quizás preludio de un buen año jubilar para el consumo en la capital gallega.

De hecho, las diferencias territoriales no se dan solamente entre provincias, sino dentro de una misma provincia. Por ejemplo, en la de Barcelona se encuentran tanto Ripollet, una de las 10 ciudades que más crecieron en 2024 en términos de consumo, como Gavà, la segunda que menos creció. Por otro lado, la clásica rivalidad entre municipios de la provincia se salda con una victoria ajustada de Sabadell, cuyo consumo creció un 2,8% en 2024, 1 p. p. más que su archirrival, Terrassa (1,8%).

Entre las ciudades donde más creció el consumo el año pasado, encontramos destinos turísticos señalados, como, por ejemplo, Estepona o Benidorm. En lo que llevamos de año, ambas ciudades han mantenido un ritmo de crecimiento similar y se encuentran aún entre los 10 municipios con mayor crecimiento. En el otro extremo, la ciudad de más de 35.000 habitantes con peor evolución del consumo en 2024 fue Paterna, con un descenso del 3,9%.

Aunque mes a mes pueda haber una cierta variabilidad por la naturaleza de los datos, estos indicadores nos permiten comparar las diferentes tendencias dentro de un mismo territorio. Por ejemplo, si ponemos el foco en las ciudades de Murcia (véase el tercer gráfico), podemos observar cómo en Alcantarilla el consumo avanza a mayor velocidad que en el resto de las localidades. Por otro lado, también podemos constatar la debilidad del consumo en Mazarrón durante la segunda mitad de 2024, y su rápida recuperación desde entonces.

España: ranking de las 10 ciudades de España en las que el consumo avanzó más (o menos) en 2024

Mayor avance del consumo		Menor avance del consumo	
	(%)		(%)
1 Estepona	9,8	1 Paterna	-3,9
2 Torremolinos	8,5	2 Gavà	-2,0
3 Benidorm	7,9	3 Azuqueca de Henares	-1,2
4 Irún	7,0	4 Burriana	-1,2
5 Málaga	6,8	5 Soria	-1,1
6 Pozuelo de Alarcón	6,5	6 Castellón de la Plana	-1,0
7 Alcantarilla	6,1	7 Arganda del Rey	-1,0
8 Ripollet	5,9	8 Ontinyent	-0,8
9 Adeje	5,9	9 Zamora	-0,7
10 Elda	5,8	10 Collado Villalba	-0,5

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos (portal de Economía en tiempo real, <https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com/#/home?lang=CAS>).

En CaixaBank Research, creemos en la importancia de proporcionar información económica de calidad y al alcance de todos. Por esta razón ofrecemos indicadores precisos y útiles que reflejan la realidad económica local y nacional en nuestro portal de Economía en tiempo real.

Josep Mestres Domènech y Zoel Martín Vilató

Aumento del ahorro de los hogares españoles en 2024

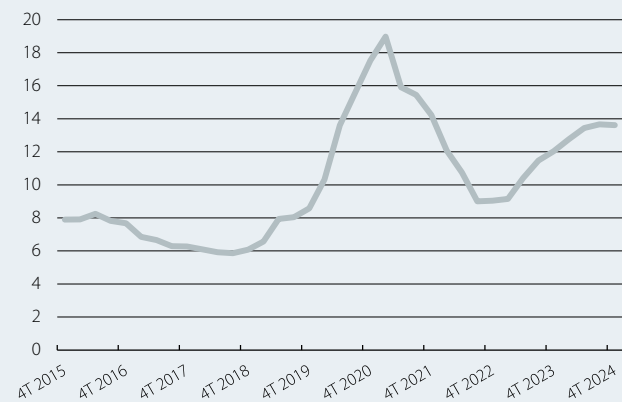
La tasa de ahorro de las familias ha aumentado en 2024, favorecida por el fuerte avance de la renta disponible. Así, la tasa de ahorro subió hasta el 13,6% de la renta bruta disponible (RBD), por encima del 12,0% de 2023 y del promedio histórico del 8,6% entre el 2000 y 2019 (véase el primer gráfico). Hablamos de 139.900 millones de euros de ahorro bruto, 26.000 millones más que en 2022, y 86.000 millones más que en el promedio de 2015-2019. Si lo miramos por hogar, el ahorro ha pasado de 5.800 euros por hogar en 2023 a más de 7.000 en 2024.

¿Qué hay detrás de estos registros? El incremento de la tasa de ahorro ha procedido de un crecimiento de la RBD nominal del 8,7% interanual, un ritmo de avance dinámico aunque algo inferior al de 2023 (10,7%) y muy superior al del gasto en consumo final de las familias, que avanzó un 7,1% (véase el segundo gráfico). Pero ¿qué factores económicos subyacen en estas tendencias? El dinamismo de la RBD se ha producido gracias a un notable avance de la remuneración de los asalariados (7,7%), reflejo de la intensa creación de empleo en 2024, con un aumento del número de asalariados del 2,8%, y del dinamismo salarial que atestigua el aumento del 4,7% en la remuneración por trabajador. Otros componentes que también han contribuido al avance de la renta han sido las prestaciones sociales percibidas, que aumentan un 5,9% interanual, impulsadas por el aumento en el número de pensionistas y la revalorización de las pensiones del 3,8%, los ingresos de los autónomos y las rentas netas de la propiedad, gracias al aumento del cobro de dividendos y otras rentas de inversión en un entorno de tipos de interés elevados que estimulan a los ahorradores. Todo ello ha más que compensado el aumento de la contribución negativa de los impuestos directos y las cotizaciones sociales pagadas (véase el tercer gráfico). Finalmente, en el conjunto del año, los intereses netos pagados (14.450 millones)¹ caen un 9% interanual y la carga de la deuda supone el 1,4% de la RBD, frente al 1,7% de 2023.

El aumento de la RBD se situó en 2024 claramente por encima de la inflación media anual (2,8%) y del crecimiento en el número de hogares (0,7% según la EPA), permitiendo una recuperación del poder adquisitivo. De esta forma, en 2024 la RBD real por hogar ya se situó

1. Antes de los servicios de intermediación financiera medidos indirectamente (SIFMI).

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

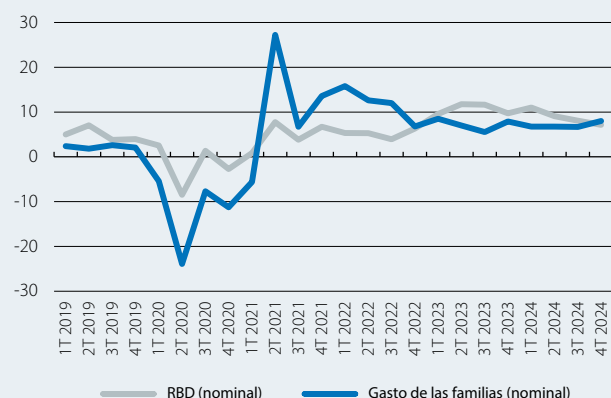


Nota: Acumulado de cuatro trimestres.

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

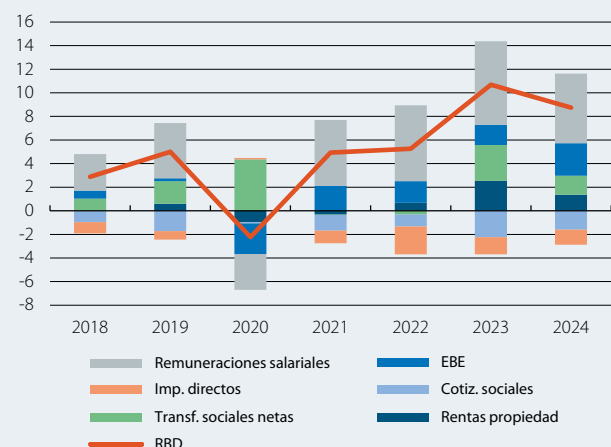
España: renta bruta disponible y gasto en consumo final de los hogares

Variación interanual (%)



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

España: renta bruta disponible de los hogares
Variación anual (%) y contribuciones



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

un 4,1% por encima de los niveles prepandemia tras recuperar en 2023 dicho nivel, como se observa en el cuarto gráfico.

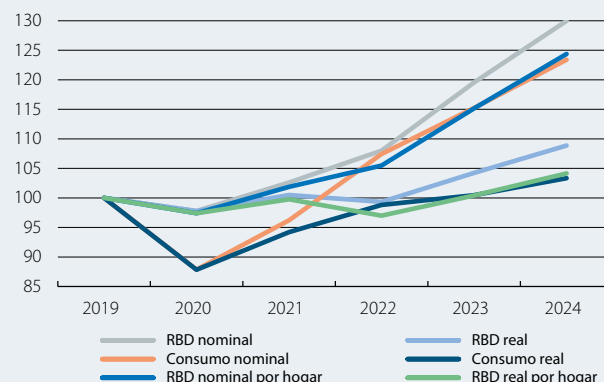
De cara a este año, se espera que el crecimiento de la RBD siga siendo dinámico gracias a la fortaleza que está exhibiendo el mercado laboral. De hecho, el dato de cierre de 2024 de la RBD junto con los buenos datos de mercado laboral en el 1T 2025 apuntan a que el crecimiento de la RBD podría situarse algo por encima del 5,0% este año. Se trata de un ritmo consistente con las buenas perspectivas del mercado laboral y con un aumento del gasto en pensiones que la AIReF sitúa en el 5,0% (2,8% por revalorización de las pensiones más 2 puntos de efecto sustitución/nuevas entradas). Así, si el gasto de los hogares registra un ritmo de avance de cerca del 6%, algo inferior al de 2024 en términos nominales por la menor inflación, la tasa de ahorro se reduciría en medio punto este año hasta el 13%. Tras un 2024 en el que la tasa de ahorro aumentó con la subida de tipos de interés, en un contexto de caídas de tipos tiene sentido ver un descenso de la tasa de ahorro. Otros factores, aparte de los tipos, como la incertidumbre y la heterogeneidad por tramos de edad y percentiles de renta ayudan a explicar estos elevados niveles de tasa de ahorro agregada. Según un análisis previo de CaixaBank Research,² han sido los hogares en edad de jubilación y los de mayor renta los que han experimentado un mayor incremento del ahorro respecto al periodo prepandémico.

En el 4T 2024, por primera vez desde el 4T 2022, el crecimiento de la RBD nominal fue menor al del gasto en consumo final, lo que apunta a que probablemente en 2025 la tasa de ahorro descenderá. En el 4T (dato sin acumular), la RBD nominal creció un 7,2% interanual (8,1% en el 3T), mientras que el gasto en consumo final creció un 8,0% (6,7% en el 3T), lo que refleja el mayor dinamismo del consumo privado en términos reales. Para que estas dinámicas se consoliden este año, es importante que la incertidumbre, que ha experimentado un notable repunte a raíz del aumento de las tensiones comerciales, se vuelva a moderar.

Finalmente, la capacidad de financiación de los hogares aumentó significativamente en 2024, pasando de 44.597 millones de euros en 2023 a 74.413 millones en 2024. Los motivos de este aumento fueron el mayor ahorro (aumento del ahorro bruto de 26.000 millones hasta los 139.900 millones) y el menor incremento, en comparación, de la inversión realizada por las familias: la formación bruta de capital fijo, que incluye la compra de

España: renta bruta disponible y consumo de los hogares

Índice (100 = 2019)

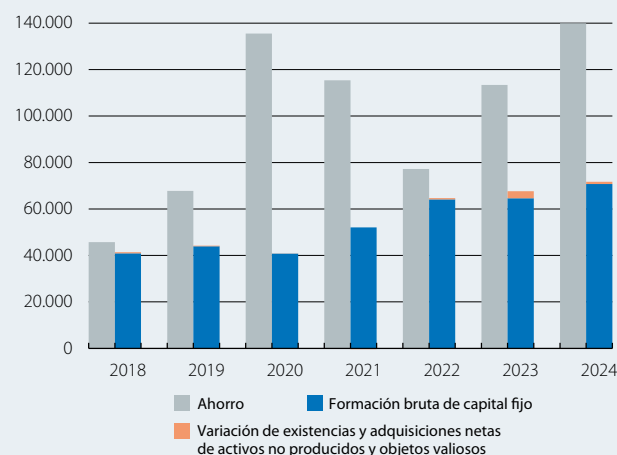


Nota: Datos desestacionalizados.

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

España: ahorro e inversión de los hogares

(Millones de euros)



Nota: La inversión es la suma de la formación bruta de capital fijo (adquisición de vivienda nueva e inversiones de autónomos en maquinaria y autos) y de la variación de existencias, adquisición neta de activos valiosos y adquisición neta de activos no producidos.

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

inmuebles (nueva construcción) e inversiones de autónomos en activos físicos, fue en 2024 de 70.700 millones de euros, 6.000 millones más que en 2023. No obstante, según estos datos, la inversión empieza a arrancar al calor de la reactivación de la oferta de vivienda: el crecimiento fue del 9,5% interanual en 2024 tras su estancamiento en 2023. En definitiva, la buena marcha del mercado laboral permitió un fuerte avance de la RBD de los hogares en 2024. Este avance, junto con un comportamiento más moderado del gasto a pesar de su paulatina redinamización, permitió aumentar de manera notable el ahorro de las familias.

Javier Garcia-Arenas

2. Véase el Focus «El repunte del ahorro: magnitud, distribución e importancia de la demografía» en el IM01/2025.

La elevada capacidad de financiación sigue facilitando la corrección del endeudamiento externo de la economía española

La economía española sigue corrigiendo el endeudamiento externo, uno de sus principales desequilibrios macroeconómicos y elemento de vulnerabilidad ante posibles *shocks* en los mercados financieros. A esta corrección está contribuyendo la capacidad de financiación que viene generando, de forma ininterrumpida, los últimos 13 años y que en 2024 alcanzó un nuevo máximo histórico (4,2% del PIB vs. 3,7% el año anterior). Por agentes, esta elevada capacidad procedió, fundamentalmente, del sector privado no financiero, tanto empresas (0,9% del PIB) como, sobre todo, hogares (4,7%): en el primer caso, la cifra es muy inferior a la de 2023 (2,0%) o al promedio del periodo prepandemia (3,2% en 2014-2019); por el contrario, los hogares registran una mejoría frente al 3,0% de 2023 o el 1,2% de 2014-2019.¹

Como resultado de lo anterior, en 2024 la posición de inversión internacional neta (PIIN), que mide el saldo de los activos y pasivos financieros frente al resto del mundo, arrojó un saldo deudor (negativo) equivalente al 44,0% del PIB, lo que supone una notable reducción respecto al año anterior (51,3%) y el registro más bajo desde 2001. A pesar del fuerte ajuste realizado en los últimos años (-53,2 puntos desde el máximo de 2009), sigue siendo un nivel que supera el umbral de alerta fijado por la Comisión Europea (35,0%) en el procedimiento de desequilibrio macroeconómico (PDM)² (véase el tercer gráfico).

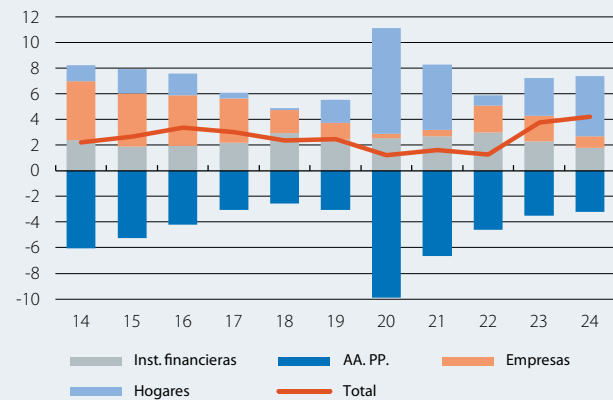
Excluido el Banco de España, la PIIN deudora retomó en 2024 la senda descendente interrumpida el año anterior y se redujo en 109.710 millones de euros hasta un total de 530.408 millones: hay que retroceder hasta 2012 para encontrar un descenso de mayor cuantía. Esta mejoría procedió tanto de una revalorización neta positiva por variaciones en los tipos de cambio (el efecto de la depreciación del euro fue algo más intenso en los activos que en los pasivos) y en los precios (dado su mayor volumen, la bajada de precios impactó en mayor medida en los pasivos) como, sobre todo, de las transacciones financieras netas con el exterior (las transacciones netas posi-

1. La capacidad de financiación refleja la diferencia positiva entre el ahorro y la inversión. En el caso de los hogares, la mejora en los últimos años se debe al notable aumento del ahorro, más transferencias netas de capital, de 4,4 puntos de PIB desde el promedio 2014-2019, más que suficiente para financiar la inversión, que también crece, aunque algo menos (1,6 puntos). En el caso de las empresas, a la debilidad de la inversión (pierde 1,6 puntos de PIB) se añade una notable caída del ahorro (-3,6 puntos).

2. Mecanismo de supervisión para prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos potencialmente peligrosos que puedan afectar negativamente a la estabilidad económica en los países de la UE.

España: capacidad/necesidad de financiación por agentes

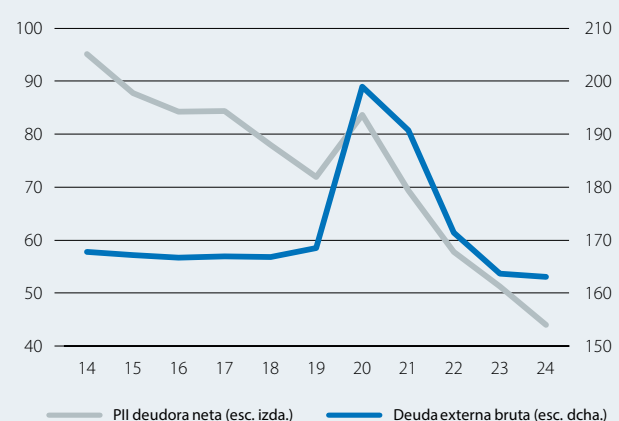
(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (cuentas no financieras).

España: PIIN deudora y deuda externa bruta

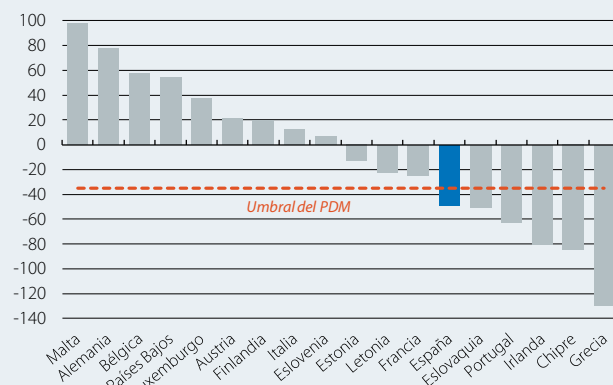
(% del PIB)



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

Eurozona: PIIN

(% del PIB)



Nota: Datos del 3T 2024.

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

vas en el activo fueron superiores a las del pasivo, véase el cuarto gráfico).

Por instrumentos financieros, todos mejoraron su saldo en 2024, sobre todo la otra inversión,³ que pasa del -2,8% al 3,8% del PIB, máximo desde 1995, gracias, fundamentalmente, a las transacciones financieras con el exterior (al aumento de los activos se añadió una fuerte caída de los pasivos). Por su parte, se redujeron ligeramente los saldos deudores, tanto de la inversión directa⁴ (-14,6% vs. -15,6% del PIB) como de la inversión de cartera (-22,7% vs. -24,3% del PIB), gracias, en ambos casos, a las transacciones positivas (los activos crecieron más que los pasivos), que contrarrestaron ampliamente el impacto negativo de los precios.

Por sectores, el pasado año solo las Administraciones públicas empeoraron su PIIN, al pasar del -38,1% al -40,2% del PIB, el peor registro desde 2021. Por el contrario, mejoraron notablemente su posición, tanto los otros sectores residentes (OSR)⁵ como, especialmente, las instituciones financieras monetarias sin el Banco de España (OIFM):⁶ en ambos casos, pasaron de un saldo deudor a uno acreedor, hasta el 2,5% y el 4,3% del PIB, respectivamente (desde el -1,8% y el -2,8% el año anterior), que son las cifras más altas de la serie. En el caso de los OSR, además, es la primera vez que esto sucede: hogares y empresas han pasado a ser acreedores netos frente al exterior. O, lo que es lo mismo, tienen más activos que pasivos. Esto es fruto, sobre todo, del ahorro generado por el sector privado no financiero en los últimos años, que se ha destinado, por un lado, a reducir el endeudamiento (desapalancamiento), pero también a la adquisición de activos en el exterior (inversión). El lado menos favorable de este fenómeno es que esa inversión no se realiza en España, con lo que se pierde el efecto positivo que tendría sobre la actividad, el empleo, la innovación, la productividad o la confianza empresarial.

Sergio Díaz Valverde

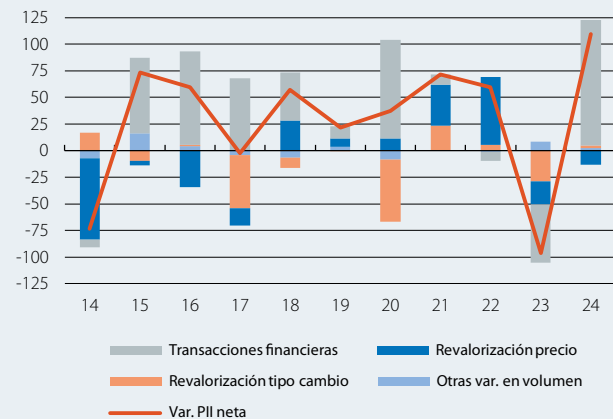
3. Fundamentalmente préstamos, repos y depósitos.

4. Acciones y otras formas de participación, beneficios reinvertidos, inversiones en inmuebles y financiación entre empresas relacionadas.

5. Hogares, empresas e instituciones financieras no monetarias (IFNM), que incluyen, entre otros, empresas de seguros y fondos de pensiones.

6. Entidades de crédito, fondos del mercado monetario, entidades de dinero electrónico y establecimientos financieros de crédito.

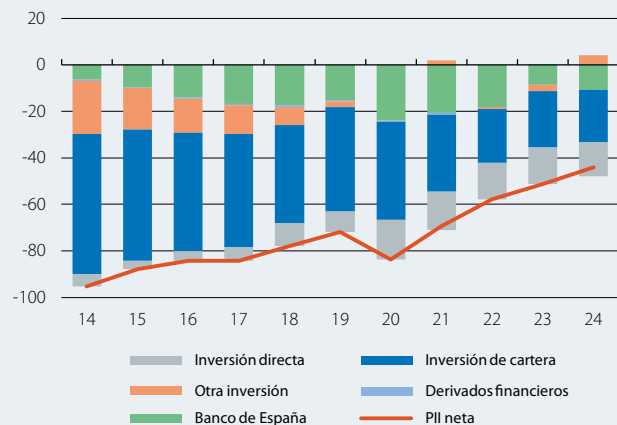
España: variación de la PIIN por componentes* (Miles de millones de euros)



Nota: * Sin el Banco de España.

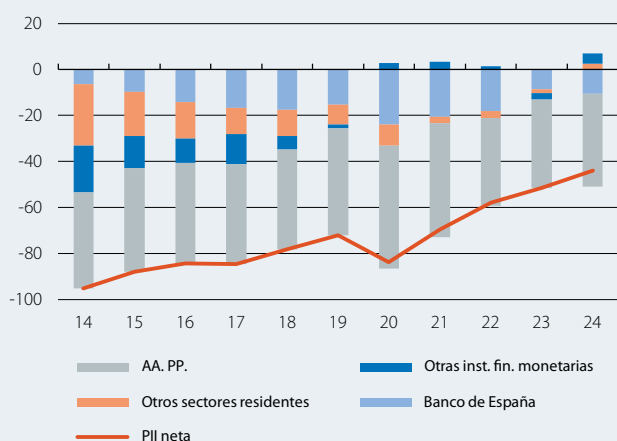
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

España: PIIN por instrumentos financieros (% del PIB)



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

España: PIIN por sectores institucionales (% del PIB)



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

La diversificación de los destinos de las exportaciones españolas

En 2024, España desafió la tendencia europea registrando un crecimiento del PIB del 3,2%, en contraste con el 0,7% de la eurozona. El sector exterior español, pese a estar estrechamente vinculado a las economías de la UE, desempeñó un papel clave en ese crecimiento, impulsado especialmente por el comercio internacional de servicios, que contribuyó a un notable superávit por cuenta corriente.¹ En cambio, las exportaciones de bienes tuvieron un comportamiento más débil y crecieron un leve 0,1%,² afectadas por la debilidad de la demanda de las principales economías europeas. No obstante, resulta destacable que las exportaciones de bienes lograran mantenerse a flote cuando las ventas a la UE cayeron un 0,9%.³ Considerando solo la eurozona, el descenso se situó en el -1,5%. Ello fue posible gracias al avance de las exportaciones a otros destinos extracomunitarios, lo que refleja una valiosa flexibilidad para abrir el abanico de clientes cuando surgen dificultades en algunos mercados.

Las exportaciones de mercancías a nuestros dos principales socios comerciales, Francia y Alemania, registraron descensos significativos, del 4% y del 1,1%, respectivamente, y afectaron en especial a los bienes de consumo duradero y automóviles. Bélgica, aunque representa solo el 3% de nuestras exportaciones,⁴ fue el país que más contribuyó a la caída (-0,7 p. p.), con una contracción del 18,1%, donde destaca el descenso en semimanufacturas y bienes de equipo.

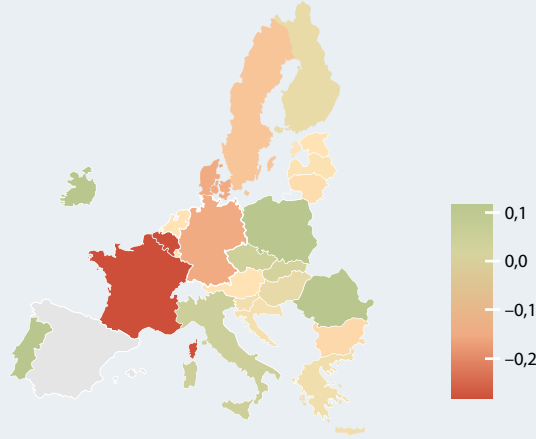
Por el contrario, las exportaciones a destinos con menores relaciones comerciales, como los países de Europa del Este (Polonia, Rumanía, República Checa, Hungría, etc.), crecieron impulsadas por las manufacturas de consumo y los automóviles. También aportaron positivamente Portugal, Italia y, a la cabeza, Irlanda (+0,3 p. p.).

España redujo sus exportaciones a la UE, pero también las dirigidas a EE. UU., de manera que tuvo que buscar oportunidades en nuevos mercados para diversificar y fortalecer sus relaciones comerciales. Destacan los aumentos en el comercio con los países de la ASEAN (13,9%), América Latina y las islas del Caribe (+5,8%)⁵ y Oceanía (+15,1%). En el caso de África, la tercera región más relevante para las exportaciones españolas, España intensificó sus exportaciones, especialmente las dirigidas a Marruecos (4,7%) y a Argelia.

1. Para un análisis del sector exterior en 2024, véase el Focus «[Excelentes registros del sector exterior en 2024](#)» en el IM03/2025. Y para un análisis sobre la debilidad en la eurozona, véase la Nota Breve «[La economía vuelve a decepcionar en el cierre de año](#)» en enero de 2025.
2. Según los datos de Aduanas.
3. Se excluyen operaciones de «avituallamiento intracomunitario» y de «pesca en altura en otro estado comunitario» en todo el artículo.
4. Como referencia, Francia, Marruecos y EE. UU. representan un 15%, un 3,3% y un 4,7%, respectivamente, del total de las exportaciones.
5. América Latina menos los países incluidos en Mercosur y México.

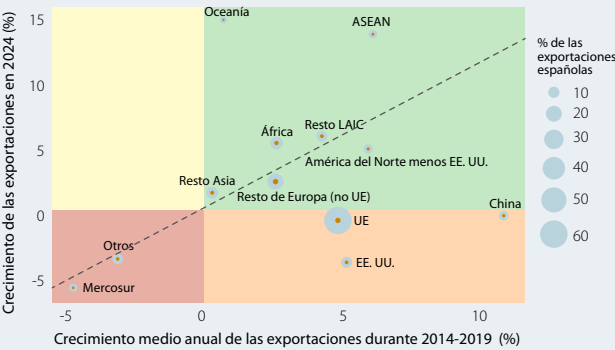
Contribución al crecimiento de las exportaciones españolas 2024

(p. p., el color máximo se refiere a un crecimiento [o caída] de 0,1 p. p. [-0,3 p. p.] o más)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Datacomex

Evolución de las exportaciones españolas (% de variación interanual por región de destino)



Nota: Los países ASEAN están integrados por: Indonesia, Filipinas, Malasia, Singapur, Tailandia, Vietnam, Brunei Darussalam, Camboya, Laos y Myanmar; Mercosur 5 incluye Argentina, Bolivia, Brasil, Paraguay y Uruguay, se excluye Venezuela; América del Norte sin EUA incluye México, Canadá y Groenlandia; Resto Asia incluye los países no incluidos en ASEAN ni China del continente asiático; Resto LAIC incluye los países de América Latina y las Islas del Caribe no incluidos en Mercosur o Resto de América del Norte; Otros incluye avituallamiento intercomunitario y extracomunitario y pesca en altura en otros estados comunitarios entre otros de la misma naturaleza.

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

Los 10 países que más contribuyeron al crecimiento de las exportaciones españolas en 2024

País	Contribución (en p. p.)	Crecimiento (en %)
Reino Unido	0,30	5,2
Irlanda	0,26	34,5
Marruecos	0,15	4,7
Portugal	0,14	1,7
Polonia	0,14	5,7
Rumanía	0,14	17,6
Emiratos Árabes Unidos	0,13	27,0
Argelia	0,12	141,7
México	0,11	7,6
Australia	0,09	18,1

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

España: estructura de las exportaciones españolas por región de destino

	% de las exportaciones españolas por destino			Cambio en p. p.	Subsector más popular de la región	Segundo subsector más popular de la región
	2023	2024				
UE	61,1	60,5		-0,6	Productos químicos	Automóviles y motos
Resto de Europa (excl. UE)	11,7	11,9		0,2	Automóviles y motos	Productos químicos
EE. UU.	4,9	4,7		-0,2	Productos químicos	Bienes de equipo
América del Norte (excl. EE. UU.)	2,1	2,1		0,1	Productos químicos	Otros bienes de equipo
Mercosur 5	1,3	1,2		-0,1	Productos químicos	Bienes de equipo
Resto LAIC	2,5	2,6		0,1	Productos químicos	Maq. específica ciertas industrias
África	5,2	5,5		0,3	Petróleo y derivados	Productos químicos
ASEAN	1,1	1,2		0,1	Productos químicos	Material transporte
Resto de Asia	4,6	4,7		0,1	Productos químicos	Otros bienes de equipo
China	2,0	1,9		0,0	Productos químicos	Menas y minerales
Oceanía	0,6	0,6		0,1	Productos químicos	Otros bienes de equipo
Otros	3,0	2,9		-0,1	Petróleo y derivados	Otras mercancías

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

El crecimiento de las exportaciones hacia estos mercados ha actuado como amortiguador ante la debilidad de los socios europeos. El sector exportador ha mostrado una valiosa capacidad para diversificar destinos en un contexto de debilidad en la demanda procedente de sus principales socios comerciales.

Si comparamos el porcentaje de exportaciones españolas que van dirigidas a los distintos destinos, observamos cambios relevantes en 2024. El peso de las exportaciones hacia la UE ha caído 0,6 p. p., de 61,1% a 60,5%, y las dirigidas a EE. UU. -0,2 p. p., pasando de un 4,9% a un 4,7%. Las exportaciones a China se han mantenido relativamente estables, mientras que ha aumentado el peso de África, los países de Europa que no pertenecen a la UE, Asia y los países de América Latina y las islas del Caribe.

Otro aspecto que refleja la ampliación de la base exportadora es el aumento del número de empresas que exportan de manera regular (aquellas que han exportado más de 1.000 euros en el año de referencia y en cada uno de

los tres años inmediatamente precedentes), que en 2024 creció un 4,8%, hasta los 45.931 exportadores. Estos exportaron por valor de 368.651 millones de euros, el 95,9% del total y un 3% más que el año anterior.

Queda por ver si estos últimos cambios en las relaciones comerciales se acentuarán en los próximos años en un intento de diversificación ante las tensiones comerciales desatadas o si las exportaciones españolas buscarán cobijo en su principal socio comercial. Las exportaciones a EE. UU. podrían seguir perdiendo peso, mientras que, si la UE consolida su reciente mejora de perspectivas, las exportaciones a la región podrían recuperar parte del terreno perdido. En caso de que la demanda europea siga debilitada, la búsqueda de nuevos mercados podría consolidarse como un ajuste estructural. No obstante, la proximidad, los lazos históricos y las barreras regulatorias y logísticas dificultan una reorientación rápida, lo que sugiere un proceso gradual condicionado por la evolución económica del continente.

Anna Bahí Esteba

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	01/25	02/25	03/25
Industria									
Índice de producción industrial	-1,6	0,4	0,7	0,0	-0,2	1,2	-1,0	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-6,5	-4,9	-5,1	-5,5	-2,9	-6,0	-4,4	-6,3	-5,6
PMI de manufacturas (valor)	48,0	52,2	50,7	52,8	51,5	53,6	50,9	49,7	49,5
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,5	16,7	2,0	4,6	10,2	16,7	13,7	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	-10,2	10,0	-10,9	-10,0	-1,1	10,0	11,2	...	...
Precio de la vivienda	4,0	8,4	6,3	7,8	8,2	11,3	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	15,8	14,3	12,3	10,1	9,7	7,7	...
PMI de servicios (valor)	53,6	55,3	54,3	56,6	55,2	55,1	54,9	56,2	54,7
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,5	1,8	1,2	0,5	2,6	2,8	2,3	3,6	...
Matriculaciones de automóviles	16,7	7,2	3,2	8,5	1,7	14,4	5,3	10,5	23,2
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	2,2
PIB	2,7	3,2	2,6	3,2	3,3	3,4	...	...	...

Precios

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

	2023	2024	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	01/25	02/25	03/25
General	3,5	2,8	3,1	3,5	2,2	2,4	2,9	3,0	2,3
Subyacente	6,0	2,9	3,5	3,0	2,6	2,5	2,4	2,2	2,0

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	01/25	02/25	03/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-6,9	-4,9	-1,8	0,2	0,3	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-9,8	-7,1	-3,1	0,1	0,8	...	...
Saldo corriente	39,8	48,1	41,3	45,1	48,3	48,1	45,3	...	...
Bienes y servicios	58,8	68,1	60,4	65,2	68,3	68,1	66,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	-19,1	-20,0	-19,1	-20,2	-20,0	-20,0	-20,7	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	56,0	66,6	56,4	61,2	65,7	66,6	63,7	...	...

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	01/25	02/25	03/25
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	0,3	5,1	3,3	5,2	4,3	5,1	5,4	5,3	...
A la vista y preaviso	-7,4	2,0	-5,2	-1,9	-1,6	2,0	3,0	3,6	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	100,5	23,5	96,7	68,0	47,5	23,5	18,7	14,4	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	0,5	23,1	-4,6	-4,1	14,8	23,1	22,7	24,6	...
TOTAL	0,3	6,3	2,7	4,5	5,1	6,3	6,6	6,6	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	-3,4	0,7	-2,6	-1,3	-0,3	0,7	1,4	1,5	...
Empresas no financieras	-4,7	0,4	-3,6	-1,8	-0,6	0,4	1,5	1,3	...
Hogares - viviendas	-3,2	0,3	-2,5	-1,5	-0,7	0,3	0,8	1,1	...
Hogares - otras finalidades	-0,5	2,3	-0,1	0,7	1,2	2,3	2,8	3,0	...
Administraciones públicas	-3,5	-2,6	-4,8	-2,7	-5,4	-2,6	-0,8	0,0	...
TOTAL	-3,4	0,5	-2,7	-1,4	-0,7	0,5	1,2	1,4	...
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.

Ligera pérdida de tracción de la actividad en Portugal en el arranque de 2025

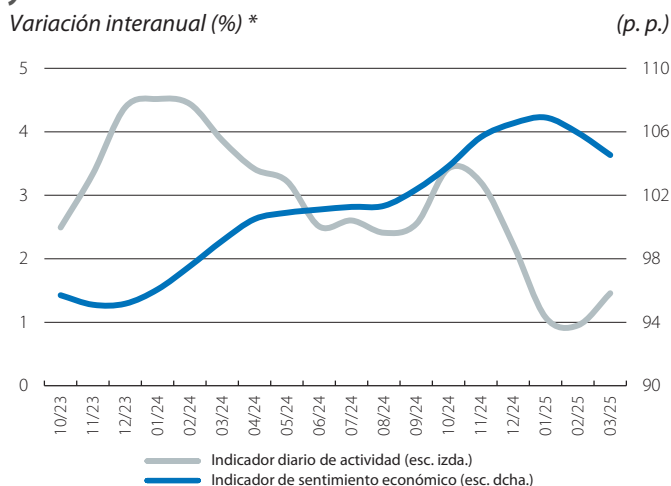
La actividad muestra signos de desaceleración. Estos se reflejan en el comportamiento de los indicadores sintéticos, como el de sentimiento económico de la Comisión Europea (que bajó desde el 106,5 en el 4T 2024 al 104,4 en el 1T 2025) y el indicador diario de actividad (que se desaceleró desde el 2,2% interanual en el 4T 2024 al 1,5% en el 1T 2025). En el sector exterior, los datos de enero apuntan a un crecimiento más fuerte de las exportaciones de bienes, si bien esto podría deberse a un movimiento de anticipación ante el anunciado aumento de los aranceles. En resumen, las perspectivas son positivas para el 1T 2025, aunque surgen signos de enfriamiento asociados al aumento de los riesgos, tanto a nivel internacional como interno, tras la crisis política que culminó con la caída del Gobierno y el anuncio de elecciones legislativas anticipadas para el 18 de mayo.

La inflación por debajo del 2% en marzo, por primera vez desde agosto de 2024. Además, el IPC subyacente no se situaba por debajo del 2% desde diciembre de 2021. En cuanto a los precios industriales (-0,4% interanual en febrero), continúan apoyando la corrección de la inflación, y la evolución de los salarios reales a finales del año pasado ya era bastante más moderada (cerca del 3% interanual). Los datos parecen conjugar así hacia una normalización en la evolución de los precios. Sin embargo, una escalada de políticas tarifarias más agresiva y efectos imprevisibles en los precios de la energía (asociados a los conflictos armados en curso) se presentan como los principales riesgos.

En 2024, la economía mejoró su capacidad de financiación frente al exterior al 2,9% del PIB (1,7% en 2023). A ello contribuyeron las familias, cuya capacidad de financiación aumentó hasta el 4,7% del PIB, 2,5 p. p. más que en 2023, reflejo del incremento del ahorro, gracias a un crecimiento más intenso de la renta disponible (10,5%) que del consumo (5,8%). En consecuencia, la tasa de ahorro aumentó al 12,2%, el nivel más alto desde 2004 (excluidos los años de la pandemia). En los demás agentes, la capacidad de financiación se deterioró respecto a 2023, destacando el sector público, que aun así permanece con un superávit (0,7% del PIB, 0,5 puntos menos) y el sector financiero (1,9% del PIB, 0,2 puntos menos). Las empresas no financieras aumentaron la necesidad de financiación al 4,4% del PIB, (+0,6 p. p. respecto a 2023) y ello pese a la atonía de la formación bruta de capital (1,2% interanual).

Después de otro año sorprendente, la ejecución presupuestaria sigue siendo favorable. El saldo presupuestario volvió a sorprender positivamente en 2024 y registró un superávit del 0,7% del PIB, por encima de la previsión del Gobierno (0,4%) y de CaixaBank Research (0,5%). El crecimiento del gasto superó al de los ingresos, lo que explica la disminución del superávit respecto a 2023 (1,2% del PIB).

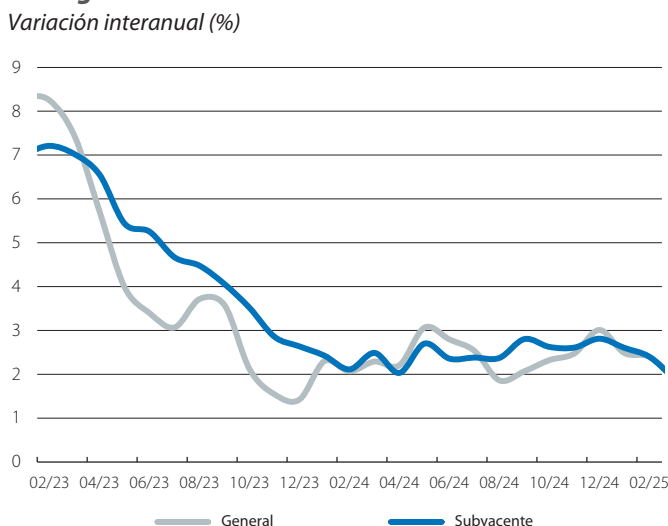
Portugal: indicadores sintéticos de actividad y sentimiento



Nota: * Media móvil de tres meses.

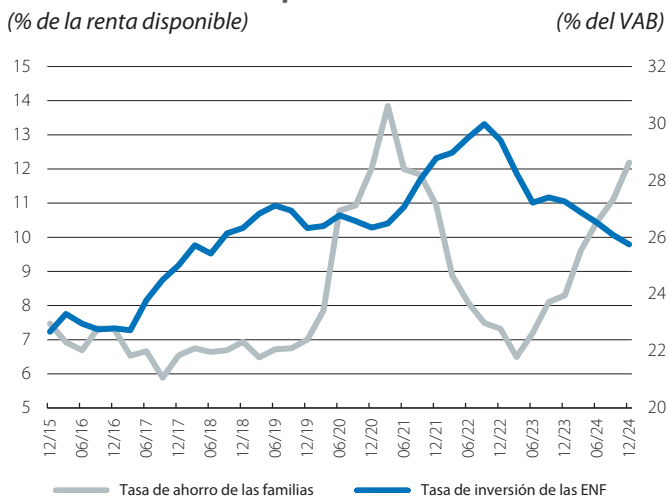
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de Portugal y la Comisión Europea.

Portugal: IPC



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

Portugal: tasa de ahorro de las familias y tasa de inversión de las empresas no financieras



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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Índice coincidente de actividad	3,5	1,8	1,7	1,6	1,8	...	1,8	1,8	...
Industria									
Índice de producción industrial	-3,1	0,2	1,4	-0,8	-1,0	...	-3,1	0,9	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-7,4	-6,2	-6,7	-6,2	-3,9	-5,1	-4,7	-5,2	-5,4
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	7,5	4,9	8,4	12,4	20,2	...	...	...	...
Compraventa de viviendas	-18,7	14,5	10,4	19,4	32,5	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	9,1	8,5	6,8	8,5	13,2	...	14,5	16,0	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	9,5	7,8	6,3	...	6,4	5,8	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	7,6	5,5	4,3	-0,4	11,9	15,8	20,2	16,5	10,7
Consumo									
Ventas comercio minorista	1,1	3,3	2,2	3,9	5,5	...	5,4	3,0	...
Indicador coincidente del consumo privado	2,9	2,8	2,4	2,8	3,6	...	3,9	4,0	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-18,7	-14,3	-14,3	-15,5	-15,1	-15,3	-16,0
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	1,2	1,0	1,2	1,3	...	2,0	2,2	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,5	6,4	6,1	6,1	6,7	...	6,3	6,4	...
PIB	2,6	1,9	1,5	2,0	2,9	...	-	-	-

Precios

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
General	4,4	2,4	2,7	2,2	2,6	2,3	2,5	2,4	1,9
Subyacente	5,1	2,5	2,4	2,5	2,7	2,3	2,7	2,5	1,9

Sector exterior

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-1,4	2,5	-3,7	0,7	2,5	...	3,5	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	-4,0	2,1	-5,6	-0,8	2,1	...	3,1	...	...
Saldo corriente	1,5	6,1	4,2	5,2	6,1	...	5,9	...	...
Bienes y servicios	4,0	6,7	5,7	6,1	6,7	...	6,7	...	...
Rentas primarias y secundarias	-2,5	-0,5	-1,5	-0,9	-0,5	...	-0,8	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	5,3	9,3	7,9	8,6	9,3	...	8,9	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	-2,3	7,5	5,6	6,0	7,5	...	7,3	7,1	...
A la vista y ahorro	-18,5	-0,3	-8,6	-6,7	-0,3	...	1,9	2,5	...
A plazo y preaviso	22,2	15,3	24,0	20,9	15,3	...	12,5	11,4	...
Depósitos de AA. PP.	-12,4	26,7	4,5	29,1	26,7	...	27,1	40,6	...
TOTAL	-2,6	7,9	5,6	6,7	7,9	...	7,8	7,9	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	-1,5	2,1	-0,3	1,0	2,1	...	2,7	3,0	...
Empresas no financieras	-2,1	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6	...	0,3	0,3	...
Hogares - viviendas	-1,4	3,2	0,1	1,4	3,2	...	3,8	4,5	...
Hogares - otras finalidades	-0,3	4,7	2,5	4,0	4,7	...	4,6	4,8	...
Administraciones públicas	-5,5	0,6	-5,8	-4,1	0,6	...	-0,3	1,0	...
TOTAL	-1,7	2,0	-0,5	0,9	2,0	...	2,6	2,9	...
Tasa de morosidad (%) ²	2,7	2,4	2,6	2,6	2,4	...	-	-	-

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

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

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

Te recomendamos:

Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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



Monitor de consumo

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



Flash de divisas

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



Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2025

El mercado inmobiliario español se aceleró en 2024, apoyado en la distensión de las condiciones financieras y en el buen desempeño de la economía española. En 2025, prevemos que la demanda seguirá siendo muy fuerte y, aunque la oferta continuará creciendo gradualmente, el déficit de vivienda acumulado en los últimos años sostendrá un crecimiento significativo de los precios, en cotas similares a las actuales.



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.



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

