

IM06

INFORME MENSUAL

NÚMERO 490 | JUNIO 2024



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

La palabra de moda en el nuevo escenario internacional: divergencia

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Sector inmobiliario chino: un diagnóstico actualizado

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Nuevo escenario económico: la economía española vuelve a sorprender al alza

Observatorio Sectorial de CaixaBank: una mirada a la evolución de la economía española desde sus sectores de actividad

Encuesta Financiera de las Familias: España no es país para jóvenes

¿Dónde se ha concentrado la caída de la tasa de temporalidad?

DOSSIER: UNIDA EN LA DIVERSIDAD: LOS DESAFÍOS ECONÓMICOS DE EUROPA

Momento Europa: es hora de reforzar nuestra competitividad

Inteligencia artificial: retos y oportunidades para Europa

El crecimiento de la productividad en Europa: bajo, desigual y en desaceleración

¿Por qué Europa necesita una Unión del Mercado de Capitales?

INFORME MENSUAL

Junio 2024

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista jefe

José Ramón Díez

Director de Economías y

Mercados Internacionales

Oriol Aspachs

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

Adrià Morron Salmeron y

Nuria Bustamante

Coordinadores del *Informe Mensual*

Javier García-Arenas

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

[http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

[e-mercados/mercados-financeiros](http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros)

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

10 de junio de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

9 *La palabra de moda en el nuevo escenario internacional: divergencia*

Rita Sánchez Soliva

12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

14 *Sector inmobiliario chino: un diagnóstico actualizado*

Luis Pinheiro de Matos

19 ECONOMÍA ESPAÑOLA

21 *Nuevo escenario económico: la economía española vuelve a sorprender al alza*

Zoel Martín Vilató

23 *Observatorio Sectorial de CaixaBank: una mirada a la evolución de la economía española desde sus sectores de actividad*

Pedro Álvarez Ondina

25 *Encuesta Financiera de las Familias: España no es país para jóvenes*

Javier García-Arenas, Josep Mestres y Judit Montoriol

27 *¿Dónde se ha concentrado la caída de la tasa de temporalidad?*

Nuria Bustamante y Sergio Díaz

31 ECONOMÍA PORTUGUESA

33 *Turismo en Portugal: balance de 2023 y arranque de 2024*

Tiago Belejo Correia

36 DOSSIER: UNIDA EN LA DIVERSIDAD: LOS DESAFÍOS ECONÓMICOS DE EUROPA

36 *Momento Europa: es hora de reforzar nuestra competitividad*

Javier García-Arenas

38 *Inteligencia artificial: retos y oportunidades para Europa*

CaixaBank Research

40 *El crecimiento de la productividad en Europa: bajo, desigual y en desaceleración*

Oriol Aspachs y Erik Solé

43 *¿Por qué Europa necesita una Unión del Mercado de Capitales?*

CaixaBank Research

El gran reto de la economía española: mejorar la productividad

La economía española presenta un ritmo de crecimiento dinámico pero difícilmente sostenible a medio plazo. En gran medida, se sustenta en el crecimiento del empleo. En cambio, el avance de la productividad es más bien modesto. Para que el aumento de la actividad económica perdure en el tiempo y se transforme en una mejora del bienestar de todos los ciudadanos es imprescindible dar la vuelta a esta situación. Es deseable que el crecimiento de la actividad económica sea impulsado, fundamentalmente, por las mejoras en aquello que se produce durante la jornada laboral: la productividad.

El reto no es nuevo, viene de lejos. Desde 1996, el PIB ha crecido un 2,0% en promedio anual. Desde entonces, el ritmo de crecimiento del empleo ha sido del 1,6%. En cambio, el ritmo al que ha crecido la productividad (medida como el PIB en términos reales por hora trabajada) ha sido del 0,7% (las horas trabajadas por trabajador se redujeron). El camino que queda por recorrer es largo. Además, durante los últimos años la economía ha transitado en dirección contraria a la deseada. Desde 2014, el PIB ha seguido creciendo a un ritmo del 2,0% anual en promedio. En cambio, el empleo ha avanzado un 1,8% y la productividad, un 0,4%.

El crecimiento de la productividad, además de desacelerarse, se ha mantenido por debajo del de la UE. El crecimiento de la productividad de la economía europea ha sido del 0,8% en promedio desde 2014. Así, la economía española, que en el año 2014 presentaba una productividad similar a la del conjunto de la UE (en términos de PIB medido en paridad de poder adquisitivo por hora trabajada), en el año 2023 se situaba más de un 4% por debajo. Recuperar el terreno perdido no es tarea fácil. Si la productividad de la UE sigue creciendo al mismo ritmo y la economía española multiplica por cuatro el ritmo de avance, volverá a situarse al mismo nivel que la UE alrededor de 2030.

Entre los años 2010 y 2014 la productividad en España creció un 1,6%, así que el reto no es inalcanzable, aunque aquello fue resultado de un contexto particular. Para aumentar el crecimiento de la productividad de forma duradera no hay una receta mágica y las palancas que se deben activar son múltiples. Destacaríamos tres ámbitos en los que actuar. En primer lugar, la inversión, tanto en capital físico como en capital humano, tanto en cantidad como en calidad. El margen de mejora es amplio cuando se comparan las cifras de la economía española con las de los principales países desarrollados.

En segundo lugar, el tamaño de las empresas. En España, el peso de las empresas de mayor tamaño es inferior que en las principales economías avanzadas. Las empresas más grandes son, en general, más productivas que las pequeñas. En parte, porque las empresas más exitosas, que suelen ser las más productivas, crecen más. Pero las empresas más grandes también suelen ser más productivas porque tienen masa crítica para determinadas inversiones y pueden sacarles más provecho. Así, su capacidad para innovar e invertir en talento suele ser superior. En el contexto actual, esto es especialmente relevante.

Finalmente, la composición sectorial. Los sectores presentan distintos niveles de productividad y, además, esta crece a un ritmo distinto en función del sector. En España, los sectores con menor nivel de productividad tienen un mayor peso que en los países de referencia, y este, de hecho, ha aumentado en los últimos años. Pero la economía española también está compuesta de sectores muy productivos y cuya productividad presenta un buen ritmo de crecimiento, como la industria manufacturera, las actividades profesionales, científicas y técnicas, o los servicios de la información y las telecomunicaciones. Todas las medidas que faciliten el desarrollo de estos sectores redundarán en un mayor crecimiento de la productividad del conjunto de la economía española.

El objetivo está identificado y diagnosticado desde hace tiempo, pero es difícil alcanzarlo. Requiere paciencia, porque lleva tiempo. Requiere recursos, públicos y privados, porque transformar el tejido productivo es costoso y arriesgado, especialmente en tiempos de cambios tecnológicos disruptivos. Y requiere determinación y cooperación, entre las distintas instituciones y agentes implicados, precisamente porque el reto es mayúsculo. Muchos requerimientos, todos difíciles de conseguir. Por ello aumentar la productividad es el gran reto de la economía española.

Oriol Aspachs
Junio de 2024

Cronología

MAYO 2024

- 31** La agencia Standard & Poor's rebaja la nota crediticia de Francia de AA a AA-.

MARZO 2024

- 13** El BCE ajusta el marco operativo con el que implementa su política monetaria.
- 19** El Banco de Japón sube su tipo de referencia del -0,1% al 0,1%.

ENERO 2024

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

ABRIL 2024

- 9** El programa Copernicus de la UE informa que marzo de 2024 es el décimo mes consecutivo que marca récord de temperatura en el mes desde que hay datos históricos (año 1850).

FEBRERO 2024

- 22** EE. UU. vuelve a la Luna después de más de 50 años con el aterrizaje de Odysseus, el primer módulo comercial en tocar la superficie lunar.

DICIEMBRE 2023

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

Agenda

JUNIO 2024

- 4** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (mayo).
- 6** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 11** Portugal: cifra de negocios en la industria (abril).
- 11-12** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 17** España: encuesta trimestral de coste laboral (1T).
- 18** Portugal: población residente (2023).
- 21** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (1T y abril).
España: balanza de pagos y PIIN (1T).
Portugal: precios de la vivienda (1T).
- 24** Portugal: desglose del PIB (1T).
- 25** España: contabilidad nacional trimestral (1T).
- 27** Eurozona: índice de sentimiento económico (junio).
Portugal: ratio NPL (1T).
- 27-28** Consejo Europeo.
- 28** España: avance del IPC (junio).
España: tasa de ahorro de los hogares (1T).
Portugal: avance del IPC (junio).

JULIO 2024

- 1** Portugal: empleo y desempleo (mayo).
- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (junio).
Eurozona: avance del IPC (junio).
- 10** España: cuentas financieras (1T).
- 15** China: PIB (2T).
- 18** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 19** Portugal: *rating* DBRS.
- 22** España: créditos, depósitos y tasa de morosidad (mayo).
- 25** Portugal: cartera de crédito y depósitos (junio).
EE. UU.: PIB (2T).
- 26** España: encuesta de población activa (2T).
- 30** España: avance del PIB (2T).
España: avance del IPC (julio).
Portugal: avance del PIB (2T).
Eurozona: PIB (2T).
Eurozona: índice de sentimiento económico (julio).
- 30-31** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 31** España: ejecución presupuestaria del Estado (junio).
Portugal: avance del IPC (julio).
Portugal: ejecución presupuestaria (junio).
Eurozona: avance del IPC (julio).

¿Quo vadis Europa?

Las elecciones al Parlamento de este mes de junio se han celebrado en un momento clave para el proceso de construcción europea, teniendo en cuenta los desafíos económicos, políticos y sociales que deberá afrontar nuestro continente en los próximos años. Muchos de estos retos se analizan en el [Dossier de este Informe Mensual](#) dedicado al tema. Desde la pérdida de competitividad en un mundo sometido a una reconfiguración de las cadenas de valor y de las relaciones entre bloques económicos, hasta los desafíos financieros que supondrá reforzar una política de defensa en medio de la transición energética, sin olvidar los retos ligados a la ampliación y a la necesidad de reforzar el marco institucional.

Si Europa solo avanza en momentos de crisis, como se ha puesto de manifiesto en los últimos 15 años con los fondos NGEU (COVID) o la supervisión única (crisis financiera), la oportunidad es inmejorable teniendo en cuenta el exigente contexto geopolítico internacional actual. Ese momento Zeitenwende (punto de inflexión o cambio de era), en expresión utilizada recientemente por Macron y Scholz, debería ser afrontado de forma ambiciosa para asentar los pilares de la unión económica y política para las próximas décadas. La alternativa es vacilar, dudar, retrasar decisiones, un retorno del avatar hamletiano que ha representado muchas veces a lo largo de su historia a la UE, como nos ha recordado Timothy Garton Ash en su excelente *Europa. Una historia personal*. Y el riesgo de esta inacción es la «muerte de Europa» tal y como la conocemos en la actualidad, como ha puesto de manifiesto en las últimas semanas, no sin cierto dramatismo, el presidente de la República Francesa.

Por tanto, la solución a los retos, como casi siempre, es más, y no menos, Europa. Mantener el ritmo de transferencia de soberanía a las instituciones europeas, aun siendo conscientes de que los avances en la unión fiscal o política se enfrentarán a fuerzas centrífugas de todo tipo, en un momento en el que la próxima ampliación complicará todo el marco institucional (y financiero). En este contexto, el menú de temas económicos prioritarios para avanzar en la eurozona no es muy diferente al existente antes de las elecciones europeas de 2019: completar la unión bancaria con un fondo de garantía de depósitos europeos, avanzar en la unión de mercados de capitales y la integración de los mercados de servicios, fortalecer el papel del euro como moneda de reserva internacional o crear un activo libre de riesgo europeo. Es cierto que la coyuntura ha sido exigente, retrasando avances en temas estructurales que demandaban

un elevado grado de consenso, pero cada vez es más importante cerrar las vías de agua potenciales si se quiere avanzar en la Unión Económica y Monetaria. Mientras, por el horizonte aparece un trilema de política económica, que se deberá abordar a medio plazo, compuesto por tres ejes: nueva política de seguridad y defensa, autonomía estratégica abierta y transición energética. Un enorme reto financiero que obligará a recomponer el marco plurianual de financiación y encajarlo con los límites que puede suponer el nuevo Pacto de Estabilidad, teniendo en cuenta que las arcas europeas están exhaustas tras tener que acomodar los últimos *shocks* de oferta sufridos en los últimos años, como ponen de manifiesto las ratios actuales de deuda pública en la UE-27 (82,6%) o en la eurozona (89,9%). Por tanto, habrá que afrontar muchos desafíos con un espacio fiscal limitado y con un BCE que deberá adaptar el tamaño de su cartera de deuda pública a un entorno muy diferente al que justificó el intensivo uso de herramientas no convencionales.

Con el análisis de los retos a abordar cubierto con la publicación de los informes Letta y próximamente el de Draghi (innovación, competitividad, escala, déficit de ahorro, seguridad económica y de defensa, dotación de bienes públicos europeos, etc.) queda ponerse manos a la obra. El grado de ambición de la próxima legislatura determinará el peso de la región en un mundo irreversiblemente abocado a una división en bloques, lo que aumenta el riesgo de no reducir la dependencia en energía o tecnología (chips, IA, etc.) o de mantener el crecimiento en una zona próxima al «estancamiento secular». Los equilibrios políticos en la región no facilitarán la tarea y pueden desembocar en que los próximos avances se realicen a varias velocidades ante las reticencias desde ciertas jurisdicciones a ceder más soberanía; mientras tanto, se deberá abordar una nueva ampliación con una complejidad nada despreciable, teniendo en cuenta los países involucrados. Puede parecer que hay demasiadas cosas encima de la mesa, pero lo único que no está permitido en la encrucijada a la que se enfrenta Europa es la parálisis y la complacencia.

José Ramón Díez

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	5,00	4,00
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,35	3,35
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,90	3,50
Deuda pública 2 años	3,70	0,99	0,66	4,30	4,46	3,90	3,30
Deuda pública 10 años	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	4,00	3,60
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,00	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,15	2,40
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,25
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,93	2,28
Euríbor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,94	2,30
Euríbor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,98	2,38
Euríbor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	3,03	2,46
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	1,90	2,00
Deuda pública 10 años	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,00	2,20
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,30	2,42
Deuda pública 5 años	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,43	2,57
Deuda pública 10 años	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,85	3,00
Prima de riesgo	11	158	73	105	98	85	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,51	2,66
Deuda pública 5 años	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,57	2,75
Deuda pública 10 años	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,75	3,00
Prima de riesgo	19	297	65	97	63	75	80
TIPO DE CAMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,06	1,10
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,84	0,86
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	160,00	156,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	86,0	78,0
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	81,1	70,9

Previsiones

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

Economía internacional

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

Previsiones

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

Economía española

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

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

Previsiones

Economía portuguesa

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

Previsiones

Incertidumbre en la perspectiva de los tipos de interés

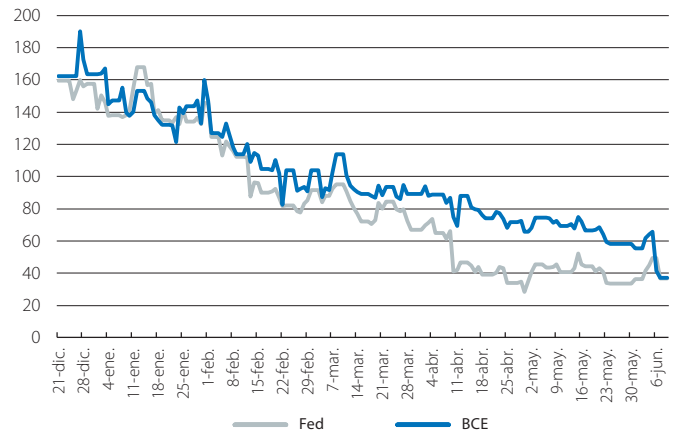
¿Cuándo bajarán el BCE y la Fed los tipos de interés y cuántas veces lo harán en 2024? Son las dos preguntas clave en la mente de los inversores y el hilo conductor de los mercados financieros durante gran parte del año y, muy claramente, en el último mes. Los inversores buscan la respuesta a estas dos incógnitas en medio de datos macroeconómicos y comentarios de los oficiales de los bancos centrales que puedan aclarar el camino. Así, durante las últimas semanas, la dirección de los mercados fue cambiando al son de lo que sugerían los datos. Inicialmente, ante indicadores que mostraron un alivio inflacionista y un cierto enfriamiento de la actividad, las rentabilidades soberanas cayeron y las bolsas repuntaron, pero no tardaron en darse la vuelta ante datos que generaron dudas sobre un rápido regreso de la inflación al 2% o comentarios de tono más bien *hawkish* por parte de los bancos centrales. En balance, mayo y el inicio de junio experimentaron idas y venidas en la cotización de los activos financieros a medida que los inversores trataron de esclarecer las futuras decisiones del BCE y la Fed.

Europa lidera el ciclo de bajadas. En mayo, el banco central sueco Riksbank anunció un recorte de 25 p. b. del tipo de interés hasta el 3,75%, convirtiéndose así en el segundo banco central de las economías desarrolladas en bajar tipos, detrás del Banco de Suiza, que inició el ciclo de bajadas este pasado marzo. A ellos se unió el BCE, que anunció una bajada de 25 p. b. en su reunión de junio, llevando el tipo *depo* al 3,75% y el *refi* al 4,25%, tal como ya lo descontaban ampliamente los mercados. Las dudas se centran ahora en el ritmo de descensos durante el resto del año. La presidenta Lagarde fue muy enfática en su mensaje de dependencia de datos antes de tomar nuevas decisiones, y recalzó que bajar los tipos en junio no supone un compromiso con futuros recortes. Los mercados leyeron este énfasis en clave *hawkish* y, si bien a principios de mayo los mercados monetarios anticipaban tres bajadas, al cierre de esta publicación solo se descuenta una más (llevando el total de recortes en 2024 a dos). Y es que a los comentarios de Lagarde hay que sumarle un crecimiento del PIB en el 1T mejor de lo esperado y una inflación que disminuye más lentamente y que genera dudas entre los mercados sobre si el BCE concretará tantas bajadas como se anticipaban a principios de mayo.

Mientras, otros esperarán al otoño. También en Europa, el Banco de Inglaterra, si bien es cierto que no bajó los tipos en su reunión de mayo, se mostró más *dovish* en su tono, e incluso dos miembros votaron a favor de un recorte de tipos. Sin embargo, tras un repunte de la inflación en abril y el anuncio del adelanto de las elecciones parlamentarias para principios de julio, todo apunta a que los recortes de los tipos de interés se iniciarán tras el verano. Es también para entonces cuando se anticipa que la Fed baje por primera vez los tipos en 25 p. b., con la incertidumbre alrededor del mes exacto y de cuántas veces lo harán. En las últimas semanas, la Fed se mostró preocupada por una inflación que se mantiene por encima del 2% y cuyas perspectivas están rodeadas de incertidumbre. A cierre de este informe, los mercados cotizaban plenamente solo una bajada de tipos en lo que

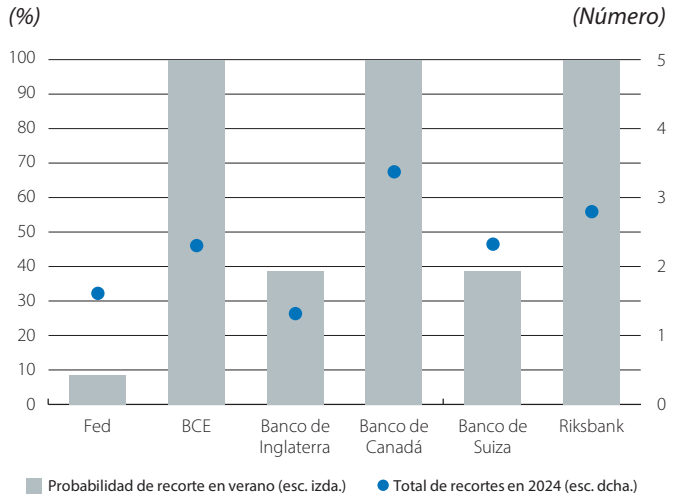
Recortes de tipos de interés esperados a diciembre de 2024

(p. b.)



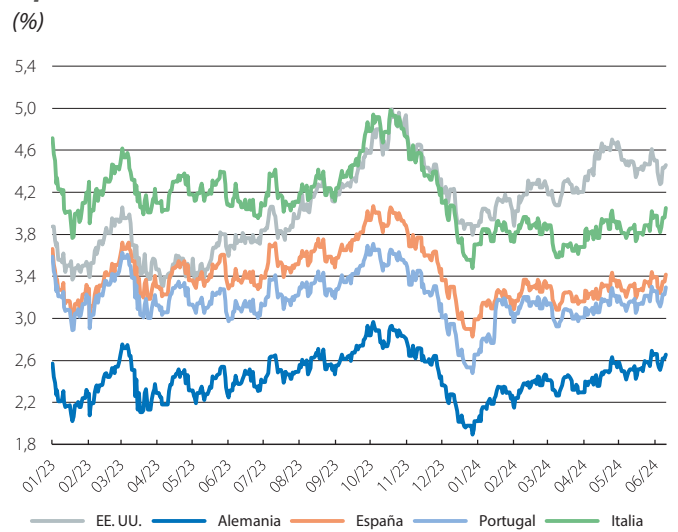
Nota: Forwards sobre curvas OIS a 10 de junio de 2024.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Expectativas sobre política monetaria



Nota: Forwards sobre curvas OIS a 10 de junio de 2024.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Tipos de interés de la deuda soberana a 10 años



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

queda del año, anticipando que la Fed mantendrá los tipos altos por más tiempo y hasta que tenga la confianza necesaria de que la inflación baja de manera sostenida.

Movimientos de ida y vuelta en los tipos de interés soberanos. Esa misma incertidumbre que preocupa a la Fed la viven los mercados financieros. En los mercados de deuda soberana, las rentabilidades iniciaron el mes cayendo tras unos datos que mostraron cierto enfriamiento en la actividad americana (un ligero incremento en la tasa de desempleo y una caída en el índice ISM de manufacturas) y, muy especialmente, tras el dato que confirmó que la inflación cayó en abril. Las referencias a 10 años acumularon caídas de hasta 35 p. b. en EE. UU. y de 15 p. b. en la eurozona. Sin embargo, unos comentarios más *hawkish* por parte de miembros del BCE y la Fed, así como la publicación de unos PMI que mostraban un repunte del dinamismo en la actividad, fueron suficientes para dar la vuelta al sentimiento del mercado y, desde entonces, las rentabilidades de los bonos soberanos subieron de manera sostenida, incluso llevando a la referencia a 10 años alemana a su máximo en seis meses (2,70%). Esta subida recibió un impulso adicional por el mensaje restrictivo del BCE en su reunión de junio respecto a sus futuras decisiones, y en EE. UU. por unos datos del mercado laboral de mayo que avivaron la expectativa del *higher for longer*. Ante este panorama, el dólar, que cotizó la mayoría del mes en un rango estrecho, se fortaleció en las últimas sesiones frente a sus principales pares, llevando al euro a 1,07.

Las bolsas van de más a menos. La fuerte caída de tipos soberanos a principios de mes, junto con la finalización de una temporada de resultados que mostró un crecimiento de beneficios mejor de lo esperado en el 1T, impulsaron un nuevo *rally* en las bolsas tras haber retrocedido el mes anterior. De hecho, el S&P 500, el Nasdaq, y los índices de Francia y Alemania, tocaron nuevos máximos históricos. Pero al darse la vuelta los tipos soberanos, las bolsas perdieron *momentum* y durante la segunda mitad de mayo registraron pérdidas que, sin embargo, no fueron suficientemente grandes como para que los principales parques cerraran el mes en rojo. Por sectores, destacó el tecnológico en EE. UU., apuntándose un +10% durante mayo, y el sector bancario de la eurozona, que tras haber avanzado casi un 4% el mes pasado, acumula cerca de un 20% en 2024.

Los precios de las materias primas no energéticas presionan al alza. Por primera vez en lo que va de año, el precio del barril de Brent cedió (-7,7% mensual en mayo) hasta situarse sobre los 81 dólares, principalmente por el debilitamiento de las perspectivas económicas en China. Todo esto en la antesala de la reunión del 2 de junio de la OPEP y sus aliados, en la que acordaron la extensión de los recortes voluntarios de la producción de algunos países (2,2 millones de barriles por día, bpd) hasta el 3T 2024 y su gradual eliminación hasta finales de 2025, así como la prolongación de los recortes generales de 3,66 millones de bpd hasta diciembre de 2025. En la otra cara de la moneda, los precios de los metales, preciosos e industriales, sumaron nuevos avances (acumulan un crecimiento superior al 12% desde comienzos de año) impulsados, de una parte, por las tensiones entre oferta y demanda existente en muchos de estos activos y, de otra, por el atractivo del rendimiento financiero de estos activos frente a otros como la renta variable o las divisas.

Conjunto de divisas frente al dólar

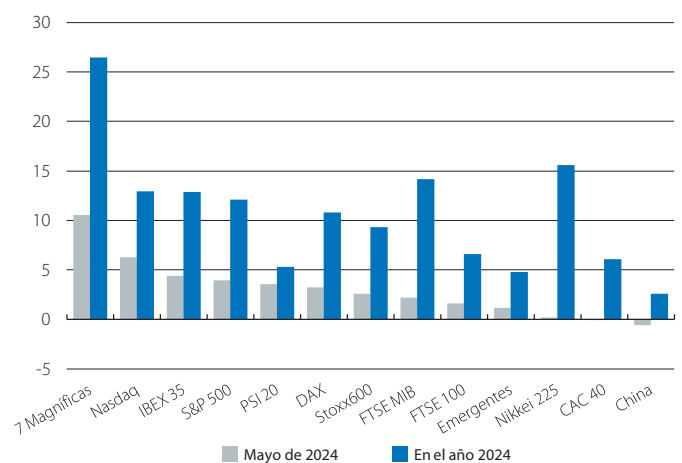
Índice



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

Desempeño de los principales índices bursátiles

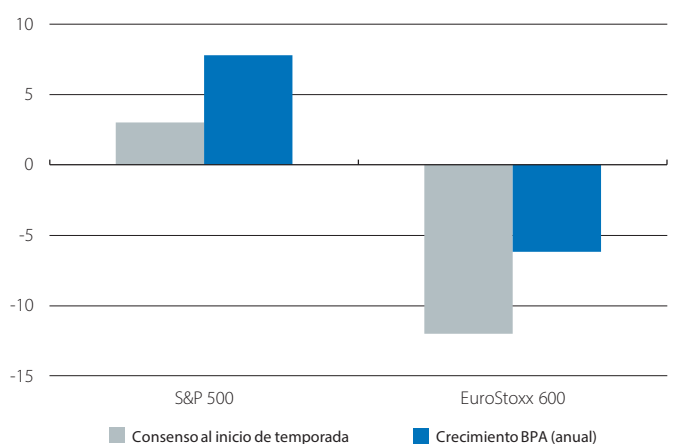
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg a 7 de junio de 2024.

Campaña de resultados del 1T 2024

(%)



Nota: Crecimiento BPA estimado con empresas que han reportado a la fecha: 98% del S&P 500 y 81% del EuroStoxx 600.

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

La palabra de moda en el nuevo escenario internacional: divergencia

Hemos recorrido ya casi la mitad del año y toca hacer balance para actualizar los escenarios económicos. Así, los indicadores publicados parecen mostrar que la economía estadounidense ya ha iniciado la tan largamente anunciada fase de *soft landing*, mientras que la eurozona y el Reino Unido sorprendieron con un inicio de año más dinámico de lo esperado. Al mismo tiempo, la inflación está siendo más persistente de lo previsto en EE. UU., mientras que en Europa su descenso se está ajustando mejor al «guion» que ya veníamos anticipando. Precisamente esta divergencia en el comportamiento de la inflación ha sido clave para explicar el reajuste de previsiones que presentamos en los tipos de interés.

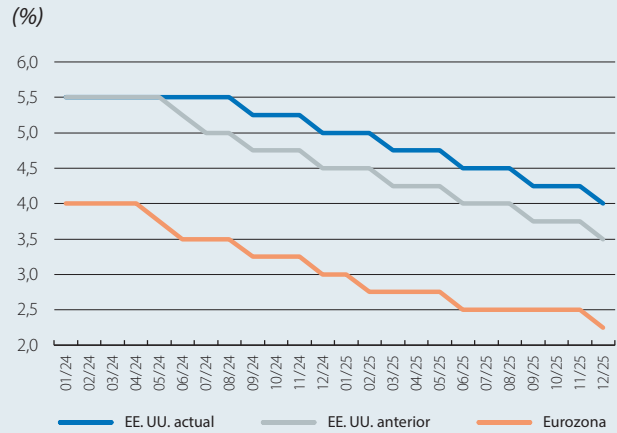
Precios de las materias primas al alza, crudo volátil y gas estabilizado

Más allá de que la inflación está siendo más persistente en EE. UU. que en otras regiones, lo común en todos los casos es que su ritmo de descenso se ha frenado sustancialmente. En parte, esta ralentización es natural a medida que se desvanecen las fuerzas más abruptas de la crisis inflacionista y cambia la composición de la desinflación. Pero también responde a una presión de demanda mayor de lo esperado hace unos meses, así como al impacto del encarecimiento de las principales materias primas, algunas de ellas cotizando en máximos históricos (cacao, cobre, café, etc.). Además, en el caso concreto de los metales industriales, parte de su subida de precio responde al impacto de las nuevas sanciones contra Rusia, que prohíben que los metales rusos coticen en las bolsas internacionales desde el 13 de abril, lo que introduce un riesgo al alza más persistente en el tiempo.

Por su parte, los precios del crudo han mostrado bastante volatilidad, reflejo de los vaivenes en el conflicto en Oriente Medio. En la medida que este frente siga abierto, los riesgos sobre el precio del crudo seguirán en aumento, en un contexto en el que las condiciones de su oferta ejercen también presiones al alza: la capacidad productiva de EE. UU. está llegando al límite, las existencias globales están en mínimos de ocho años y la OPEP ha prolongado los actuales recortes hasta octubre. En consecuencia, anticipamos un precio del barril de Brent en media de 2024 de unos 87 dólares, ocho dólares más alto que la previsión anterior, y de 82 dólares en media de 2025, cinco dólares más que la anterior.

En cuanto a la cotización del gas en Europa, se ha mantenido bastante estable y no se anticipan repuntes significativos en el horizonte, gracias a unos *stocks* de gas en máximos históricos. Esta notable acumulación ha sido posible

Expectativas de los tipos de interés de referencia



Fuente: CaixaBank Research, a partir de previsiones propias.

gracias a una oferta de gas sin interrupciones en un contexto en el que un invierno más suave de lo habitual ha mantenido la demanda controlada. En consecuencia, apenas modificamos la previsión para el precio del gas TTF, que se mantendría cotizando en un rango en torno a los 30 euros/Mwh hasta finales de 2025.

EE. UU. inicia su *soft landing* con una inflación que se revela más persistente

La notable resistencia de la que hizo gala la economía de EE. UU. en 2023 parece que comienza a agotarse, si bien lo más apropiado sería hablar de una normalización hacia ritmos de crecimiento más sostenibles, y los indicadores parece que apuntan a cierta estabilidad en el crecimiento en los próximos meses. Los indicadores de sentimiento se han suavizado (para el sector manufacturero incluso anticipan un estancamiento) y el ahorro extra acumulado durante la pandemia ya está prácticamente agotado. Incluso los indicadores del mercado laboral muestran señales incipientes de agotamiento, aunque todavía se mantiene muy dinámico.

En consecuencia, todo apunta a que la economía ha dejado atrás los extraordinarios ritmos de crecimiento del pasado año y que convergerá a ritmos más cercanos a su potencial del 0,4% intertrimestral a lo largo de todo 2024 y buena parte de 2025. Estas previsiones se sustentan en la resistencia que seguirá mostrando el consumo de las familias, sostenido por un mercado de trabajo aún dinámico. Además, no puede descartarse cierta reactivación del gasto público al encontrarnos en año electoral. En cuanto a la inversión, seguirá beneficiándose del estímulo que supone la adopción de nuevas tecnologías (como la

inteligencia artificial) y el desarrollo de la «economía verde» en el marco del *Inflation Reduction Act* (IRA), un programa dotado con casi 416.000 millones de dólares entre 2023 y 2031. De este modo, revisamos 0,2 p. p. al alza el crecimiento previsto para 2024 y 2025, hasta el 2,4% y el 1,8%, respectivamente.

En este contexto, la inflación en EE. UU. está mostrando una mayor resistencia a la baja de lo que esperábamos hace unos meses, debido sobre todo a la fuerte inercia de las presiones subyacentes por el comportamiento de la partida de vivienda (*shelter*, con precios de alquileres observados e imputados). Así, revisamos al alza en 0,6 p. p. la inflación general de 2024 hasta el 3,2%, y elevamos en 0,2 p. p. la de 2025 hasta el 2,2%. Para la inflación núcleo, elevamos en 0,5 p. p. hasta el 3,2%, y en 0,2 p. p. hasta el 2,6%, la previsión para 2024 y 2025, respectivamente.

La recuperación en la eurozona está en curso, pero será bastante modesta

En cuanto a la eurozona, y después de dos trimestres cayendo, la actividad creció en el 1T 2024 un 0,3% intertrimestral, ligeramente mejor de lo esperado. Los principales indicadores dibujan una recuperación en curso, pero que será bastante modesta, lo que avala nuestra previsión de que el crecimiento en la eurozona no superará ritmos del 0,4% intertrimestral en lo que resta de año. Las tres grandes economías también mostrarán un comportamiento relativamente estable y crecerán en torno a los ritmos del 1T el resto del año. Estas previsiones vienen sostenidas por la reactivación que esperamos para el consumo privado, sobre todo en la segunda mitad del año. Un mercado de trabajo todavía dinámico (la tasa de paro se mantendría cerca de sus mínimos), descensos adicionales de la inflación y recortes de tipos de interés ayudarán a impulsar el consumo. Las familias también contarán con un notable colchón de ahorro que fortalece sus balances (se estima que, a raíz de la pandemia, las familias han acumulado un ahorro que supera en casi un 8,0% del PIB su ahorro tendencial). También esperamos que la inversión en capital fijo se beneficie de un mayor despliegue de fondos NGEU: hasta la fecha se han distribuido ya unos 224.000 millones de euros (entre subvenciones y préstamos), de los 672.000 millones con los que está dotado hasta 2026 el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. Este escenario apenas difiere del que veníamos defendiendo, por lo que el ajuste en la previsión de crecimiento para la eurozona es marginal y responde, sobre todo, al impacto de un 1T algo mejor de lo esperado: revisamos en 0,1 p. p. el crecimiento en 2024 hasta el 0,8% y mantenemos sin cambios en el 1,7% la previsión para 2025.

Respecto a la inflación, tanto la general como las medidas subyacentes han mostrado una notable corrección desde máximos, ajustándose relativamente bien al escenario

que veníamos mostrando y seguimos confiando en que la inflación general convergerá en los próximos trimestres hacia el objetivo. Por tanto, revisamos solo 0,2 p. p. al alza la inflación prevista en 2024, hasta el 2,4%, por la revisión de los precios energéticos ya comentada, y mantenemos sin cambios las previsiones para el resto de medidas de inflación.

Respecto al escenario para otras economías, destaca la revisión al alza del crecimiento en el Reino Unido en 2024 en casi 0,5 p. p., hasta el 0,5%, por un inesperado buen 1T (0,6% intertrimestral, tras dos trimestres de caída). En China, también un 1T algo más dinámico de lo esperado nos lleva a elevar en 0,2 p. p. el crecimiento previsto para 2024 hasta el 4,8%; si bien las dudas que siguen pesando sobre la situación del sector residencial en China aconsejan ser algo más cautos en los próximos trimestres, y recortamos en 0,2 p. p. el crecimiento en 2025 hasta el 4,2%.

El BCE bajará tipos antes que la Fed, lo que no ocurría desde julio de 2012

Para cerrar, otro de los cambios más significativos del escenario ha sido el reajuste de las expectativas sobre los tipos de interés oficiales de la Fed. De hecho, la resistencia de la inflación y el dinamismo de la actividad nos llevan a retrasar el primer recorte de tipos de la Fed hasta después del verano, y prevemos solo dos recortes de tipos de 25 p. b. para 2024, frente a los cuatro inicialmente previstos (-50 p. b. en el conjunto del año vs. -100 p. b. en el escenario previo). Mientras, mantenemos sin cambios nuestro escenario de cuatro recortes de 25 p. b. cada uno en el BCE, comenzando en junio, lo que llevaría al tipo oficial al 3,0% en diciembre (aunque no descartamos que al final solo veamos tres bajadas). Esta «desincronización» entre la Fed y el BCE se reflejaría en un dólar más fuerte a corto plazo, si bien, a medio plazo, la convergencia en tasas de crecimiento y en política monetaria entre la eurozona y EE. UU. favorecería al euro, que recuperaría cotizaciones en torno a 1,10 dólares por euro en 2025.

Rita Sánchez Soliva

Tipos de interés (%)

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	4,50	4,50	0	0,0	75,0
Euríbor 3 meses	3,79	3,83	-4	-12,4	29,5
Euríbor 12 meses	3,71	3,70	1	19,8	-16,4
Deuda pública a 1 año (Alemania)	3,43	3,44	0	17,2	20,8
Deuda pública a 2 años (Alemania)	3,10	3,03	6	69,3	29,5
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,66	2,58	8	64,0	35,2
Deuda pública a 10 años (España)	3,39	3,35	4	39,9	7,7
Deuda pública a 10 años (Portugal)	3,26	3,21	5	60,5	26,2
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,50	5,50	0	0,0	25,0
SOFR 3 meses	5,34	5,33	1	1,1	11,3
Deuda pública a 1 año	5,18	5,24	-6	41,3	-5,0
Deuda pública a 2 años	4,87	5,04	-16	62,3	37,6
Deuda pública a 10 años	4,50	4,68	-18	61,9	80,8

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	56	-3	-6,1	-25,4
Itraxx Financiero Sénior	59	63	-4	-7,9	-28,5
Itraxx Financiero Subordinado	106	116	-10	-16,4	-59,6

Tipos de cambio

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,085	1,067	1,7	-1,7	1,3
EUR/JPY (yenes por euro)	170,620	168,220	1,4	9,6	13,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,851	0,854	-0,3	-1,8	-1,0
USD/JPY (yenes por dólar)	157,310	157,800	-0,3	11,5	12,4

Materias primas

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	546,2	546,2	0,0	7,0	0,1
Brent (\$/barril)	81,6	87,9	-7,1	5,9	12,3
Oro (\$/onza)	2.327,3	2.286,3	1,8	12,8	19,5

Renta variable

	31-mayo	30-abril	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	5.277,5	5.035,7	4,8	10,6	23,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.983,7	4.921,2	1,3	10,2	15,3
Ibex 35 (España)	11.322,0	10.854,4	4,3	12,1	21,5
PSI 20 (Portugal)	6.870,8	6.615,6	3,9	7,4	16,4
Nikkei 225 (Japón)	38.487,9	38.405,7	0,2	15,0	22,1
MSCI emergentes	1.049,0	1.046,0	0,3	2,5	6,6

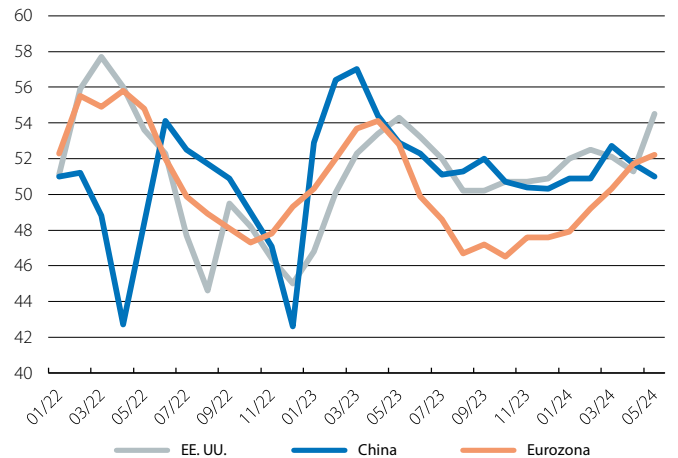
La economía internacional, en busca de un aterrizaje ordenado

Resiliencia económica global, pero con disparidad regional. Mientras se cerraban las elecciones generales de la India y México a principios de junio, el año electoral seguía su curso con unas elecciones al Parlamento Europeo del 6 al 9 de junio que abren una legislatura 2024-2029 con retos muy exigentes, como analizamos en el [Dossier de este mes](#). Con los últimos datos en la mano, la economía global está transitando este calendario electoral con resiliencia: el PMI compuesto a nivel mundial aceleró sostenidamente hasta los 53,7 puntos en mayo, y se prevé que, en el conjunto de 2024, el PIB global consiga crecer algo por encima del 3% (cifra parecida a la de 2023 aunque inferior al promedio de los últimos 20-30 años), apoyando una recuperación del comercio internacional. Esta resiliencia a nivel agregado, destacable ante un entorno de gran incertidumbre geopolítica y condiciones financieras restrictivas, refleja dinámicas dispares entre las distintas economías internacionales, cada una en búsqueda de conseguir un aterrizaje ordenado ante sus propios retos: EE. UU. exhibe un crecimiento sólido y persigue normalizarse hacia ritmos más sostenibles, mientras que en la eurozona aparecen indicios de un crecimiento menos apático y China mantiene unas dinámicas mixtas entre la industria y la demanda interna.

Solidez de la actividad en EE. UU. Por un lado, los indicadores estadounidenses siguen dibujando un crecimiento sólido de la actividad, con un PMI compuesto en los 54,5 puntos en mayo (54,4 en abril) y unos *trackers* que apuntan a un avance del PIB a ritmos algo superiores al 0,4% intertrimestral en el 2T. Pero, por el otro, distintas señales sugieren algo de moderación en el crecimiento, hacia ritmos más sostenibles tras un 2023 mucho más robusto de lo esperado. Así, en mayo se revisó a la baja el crecimiento intertrimestral del PIB en el 1T hasta el 0,3% (-0,1 p. p.), debido, principalmente, a un consumo privado algo menos dinámico de lo anticipado (dinámica también recogida por los últimos datos de consumo personal, desacelerándose del 0,7% intermensual en marzo al 0,2% en abril). Asimismo, en mayo el *Beige Book* de la Fed recogía que, en lo que va de 2T, se ha observado un crecimiento «ligero o modesto» en la mayoría de los distritos de EE. UU. Por último, estas señales dispares también quedan recogidas en el mercado laboral, con una tasa de paro que aumentó hasta el 4,0% en mayo (+0,3 p. p. interanual), pero, a la vez, con una creación de empleo dinámica (+272.000).

La inflación americana dio un respiro en abril. Tras dos meses al alza, en abril la inflación general disminuyó en 0,1 p. p. hasta un crecimiento interanual del IPC del 3,4%. Destacó especialmente en positivo la moderación de 0,2 p. p. de la inflación núcleo (3,6%), ya que arrastraba una notable persistencia desde finales de 2023. Con todo, partidas como el *shelter* (servicios relacionados con la vivienda) siguen en cotas muy elevadas (5,5%) y, dado su peso en la cesta del IPC (superior al 35%), condicionan al conjunto de la inflación. El peso del *shelter* en el índice de precios PCE es menor, y de ahí que la métrica de inflación preferida por la Fed sea más baja, aunque recientemente también ha exhibido más inercia de lo esperado (del 2,5% inter-

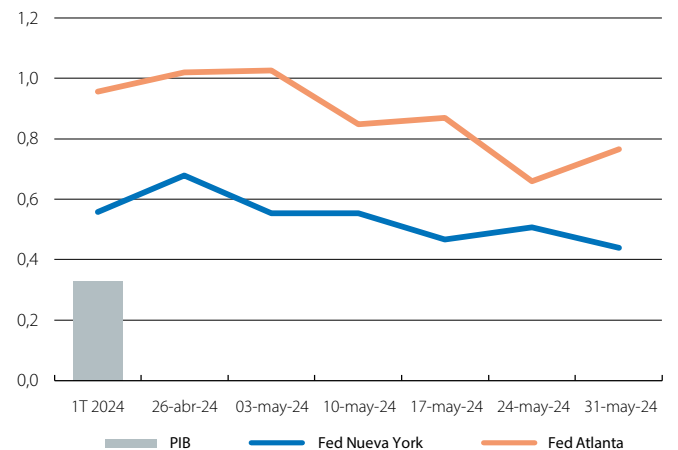
Actividad económica internacional: PMI compuesto Nivel



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

EE. UU.: indicadores de actividad para el PIB del 2T 2024

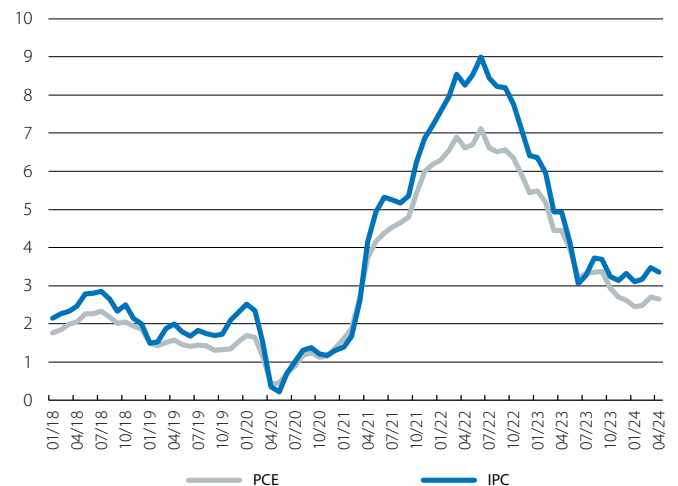
Variación intertrimestral (%)



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

EE. UU.: inflación general

Variación interanual del índice de precios (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la FRED.

anual en enero al 2,7% en abril), lo que respalda la visión de una Fed más cauta a la hora de encarar bajadas de tipos.

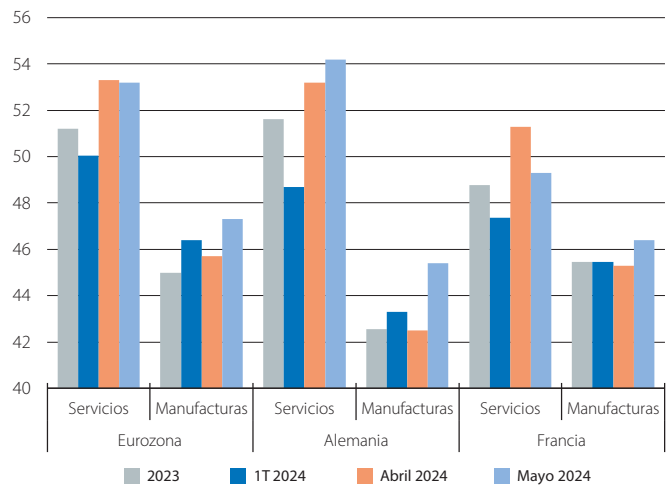
Señales de redinamización en la eurozona. En el 1T, con un crecimiento del PIB del 0,3% intertrimestral, la eurozona consiguió dejar atrás los $\pm 0,1\%$ en los que estaba encallada desde el 4T 2022, y lo hizo con un desempeño positivo en todas las grandes economías. Esta dinámica continúa en el 2T, con una aceleración del PMI compuesto de la región hasta los 52,2 puntos en mayo (máximo de 12 meses) y que refleja tanto una mejora en los servicios (53,2) como señales de estabilización en la industria (47,3 puntos en mayo, el mejor dato de los últimos 14 meses, aunque todavía en zona ligeramente recesiva). Esta mejora está especialmente liderada por los países de la periferia, pero los datos también apuntan a cierta redinamización en Alemania, una de las economías con un crecimiento más lastrado hasta el momento. La recuperación del sentimiento en el conjunto de la eurozona, además, se produce en un contexto de solidez continuada del mercado laboral, con una tasa de paro que bajó hasta un mínimo del 6,4% el pasado abril. Todo ello da una mayor confianza en la esperada reavivación de la actividad, aunque tampoco esperamos una aceleración muy significativa, sino que se prevé que el PIB mantenga crecimientos cercanos al 0,3% del 1T en los siguientes trimestres.

La desinflación europea baja una marcha en mayo, con un avance del IPCA general del 2,6% interanual en el conjunto de la eurozona y una aceleración de la inflación núcleo (excluye alimentos y energía) hasta el 2,9% (+0,2 p. p. respecto a abril en ambos casos). Si bien la eurozona ha registrado un descenso muy significativo de las presiones de precios desde su máximo del 10,6% (octubre de 2022), la desinflación ha perdido velocidad en los últimos meses (por ejemplo, en diciembre de 2023 ya era del 2,9%), fruto de dinámicas dispares entre componentes: mientras que la fuente de desinflación energética ya está prácticamente agotada (+0,3% en mayo, la primera tasa interanual positiva en un año), los servicios son más inerciales y deben recorrer todavía mucho camino (4,1% en mayo). A todo ello se le suma la persistencia de efectos base relacionados con medidas de ayuda contra la crisis energética que, aunque no comprometen la vuelta de la inflación al 2%, sí aseguran volatilidad en los próximos meses.

China, a dos velocidades. Los datos del 2T siguen dibujando una dualidad en la economía china, con el impulso de la industria a un lado y la flaqueza de la demanda interna a otro. En abril, la producción industrial aceleró hasta el 6,7% interanual (4,5% en marzo), mientras que las ventas minoristas se desaceleraron hasta el 2,3% (3,1% en marzo). Sumándose a estas dinámicas mixtas, en mayo los PMI mandaron señales de ralentización, con un retroceso del sector manufacturero hasta los 49,5 puntos (50,4 en abril), el estancamiento del sector servicios (50,5 puntos en mayo vs. 50,3 en abril) y una caída de casi 2 puntos en el PMI de la construcción, hasta los 54,4. En conjunto, el PMI compuesto se situó en los 51,0 puntos (vs. 51,7 anterior), reflejando una economía que crece con menos intensidad en el 2T. De cara a los próximos meses, la capacidad de reactivación de la demanda interna de China seguirá siendo uno de los principales interrogantes mientras se espera una relajación de la política fiscal a corto plazo. Por su parte, el PIB de la India volvió a batir expectativas, con un avance interanual del 7,8% en el 1T.

Eurozona: PMI

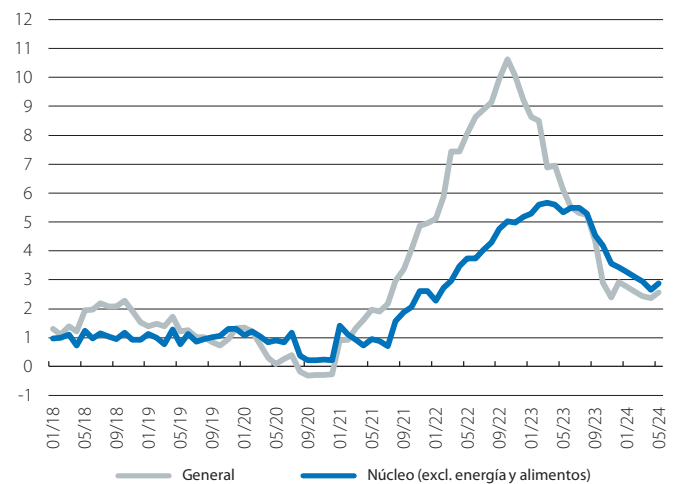
Nivel



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

Eurozona: IPCA

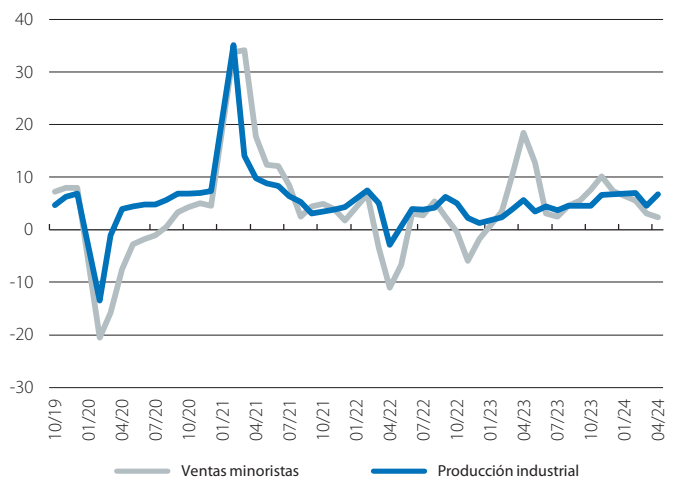
Variación interanual (%)



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

China: indicadores de actividad

Variación interanual (%)



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

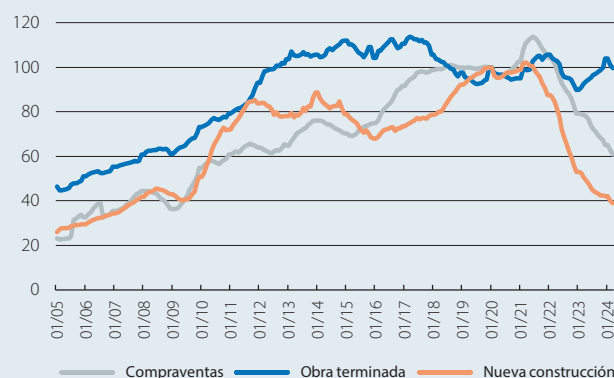
Sector inmobiliario chino: un diagnóstico actualizado

Tras años de fuerte expansión, las autoridades chinas han decidido poner un freno al apalancamiento excesivo en el sector inmobiliario. Preocupaban, por un lado, los riesgos financieros derivados de una burbuja inmobiliaria incontrolada y, por otro, se tenían en mente las nuevas directrices de la agenda de Prosperidad Compartida, que en el sector inmobiliario se tradujeron en el mantra «las casas son para vivir, no para especular». En este contexto, a partir del verano de 2020 se impusieron nuevos límites al acceso al crédito por parte de las promotoras y el sector entró en una fase prolongada de ajuste en la que todavía sigue.

Una toma rápida del pulso sugiere que este ajuste está siendo vertiginoso, principalmente desde el 2021, cuando estalló la crisis del gigante inmobiliario Evergrande, que desencadenó un intenso escrutinio al sector por parte de los inversores y llevó a una crisis de confianza entre los compradores y a temores de contagio al sector financiero. Las compraventas se han desplomado prácticamente un 50% desde su pico y la construcción de obra nueva cayó un 60%, hacia niveles cercanos a los poscrisis financiera (véase el primer gráfico).

China: indicadores del sector inmobiliario

Índice (100 = diciembre 2019)



Nota: Los índices se calculan con base en los promedios de 12 meses.

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

Señales vitales estabilizadas, pero con síntomas persistentes

En este entorno, el papel central del inmobiliario como vehículo de ahorro ha llevado a un «efecto riqueza» negativo importante entre los hogares chinos. Además, en

China: mapa de indicadores de los sectores inmobiliario y de la construcción

Indicadores de actividad	2010-2019	2021	2023	Último dato	2023 vs. 2021 (%)	vs. 2010-2019 (%)
Compraventas (mill. m ²) *	125,0	163,1	101,6	95,0	-37,7	-18,8
Nueva construcción (mill. m ²) *	168,0	180,8	86,7	80,5	-52,0	-48,4
Obra terminada (mill. m ²) *	88,2	92,2	90,8	87,0	-1,6	2,8
Área en construcción (mill. m²)						
Encuesta promotores **	6.871,2	9.753,9	8.383,6	-	-14,0	22,0
Encuesta sector construcción **	11.593,6	15.754,6	15.134,3	-	-3,9	30,5
Ventas de terrenos (mill. m ²) *	83,7	99,5	80,0	77,1	-19,6	-4,4
Ciudades Tier 1 y 2	64,3	71,4	54,4	52	-23,8	-15,4
Ciudades Tier 3	19,4	28,1	25,6	25,1	-8,7	32,2
Inversión total (construcción) (mil mill. CNY)	9.009,8	14.224,8	11.091,3	-	-22,0	23,1

Crecimiento del PIB real y precios (% var. interanual)	2010-2019	2021	2023	Último dato	2023 vs. 2021 (%)	vs. 2010-2019 (%)
PIB (agregado)	7,7	8,4	5,2	5,3	-3,2	-2,5
PIB sectoriales						
Construcción	8,3	4,1	7,1	5,8	3,0	-1,2
Inmobiliario	5,4	4,3	-1,3	-5,4	-5,7	-6,7
Precio de la vivienda (nueva construcción)						
Ciudades Tier 1 y 2	5,5	4,3	0,1	-2,0	-4,2	-5,4
Ciudades Tier 3	3,5	4,2	-1,7	-3,3	-5,9	-5,2
Precio de la vivienda (segunda mano)						
	3,0	2,9	-3,1	-6,0	-6,0	-6,1

Notas: * Se utilizan los promedios de 12 meses de datos mensuales. ** Se utilizan datos anuales acumulados. El dato reportado para cada año corresponde al último periodo (trimestre o mes). Los datos de crecimiento del PIB se refieren a variaciones interanuales.

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

tanto que el inmobiliario fue uno de los principales motores de la economía china en la última década, su debilidad ha mermado las perspectivas de crecimiento del gigante asiático y ha degenerado en una crisis de confianza. Con este escenario, y en un contexto de ralentización estructural del gigante asiático, las autoridades fueron relajando regulaciones a partir de la segunda mitad de 2022.

En concreto, en 2023 se relajaron límites a la concesión de nuevas hipotecas y la compra de vivienda, y se introdujeron varios mecanismos de incentivos para que las promotoras terminen proyectos ya en curso.¹ En conjunto, estas políticas han llevado a un repunte de la obra terminada, mientras que el ajuste en nueva construcción parece haberse estabilizado en los últimos meses.² Por otra parte, si analizamos los datos del área total en construcción, se observa cómo las caídas de actividad están siendo mucho más modestas que en el sector inmobiliario. El área total en construcción por promotores de vivienda ha caído un 14% desde 2021, mientras que el área total en construcción que incluye también infraestructuras, construcción en zonas rurales o vivienda social ha caído solamente un 4%. Asimismo, si bien la actividad residencial en zonas urbanas ha caído significativamente en los últimos años, la actividad del conjunto de la construcción muestra todavía un ajuste moderado, en parte por la acción directa de las autoridades y su inversión en infraestructuras y vivienda social, y las medidas fiscales de apoyo a la inversión no residencial.

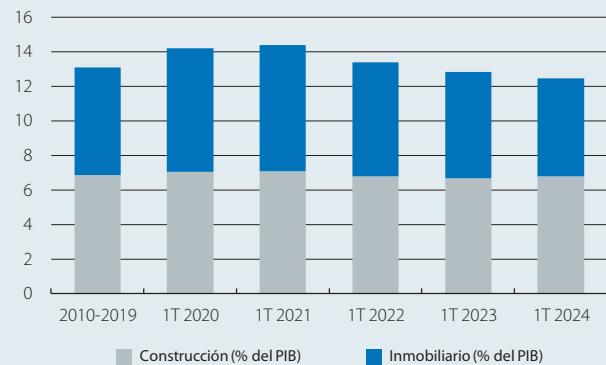
Esta dicotomía entre el fuerte ajuste por el lado de la demanda y el ajuste mucho más moderado del lado de la oferta es ilustrativa de que aún pasará un tiempo hasta que la crisis del inmobiliario pueda darse por resuelta. Así, la ralentización ha sido mucho más fuerte en el inmobiliario que en el sector de la construcción. En 2022 y 2023, el sector inmobiliario registró crecimientos interanuales negativos (del -3,9% y del -1,3%, respectivamente), frente a un crecimiento promedio del 5,4%

1. El modelo de financiación más común, basado en preventas, hizo que este elemento fuera clave en la intervención en el sector inmobiliario, en particular como instrumento para garantizar la paz social, dado que, en caso de incumplimiento por parte de grandes promotoras, muchas familias se verían en situación de gran vulnerabilidad. En el último mes, las autoridades chinas anunciaron otra batería de medidas de apoyo, con incentivos a los Gobiernos locales para que compren stock de viviendas no vendidas por los promotores y lo destinen a vivienda social. Se estima que, entre vivienda terminada y por terminar, los promotores puedan tener entre 1.000 y 2.000 millones de m² de vivienda no vendida en sus balances.

2. En los últimos 12 meses, se han construido, en promedio, 80 millones de m² de vivienda nueva al mes, mientras que se han terminado alrededor de unos 90 millones de m² mensuales. Esto contrasta con el promedio de 2010-2019, de 170 millones de m² de vivienda nueva construida al año, e igualmente de 90 millones de m² de obra terminada.

China: peso de los sectores inmobiliario y de la construcción en el PIB

Valor añadido de cada sector (% del PIB)



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

entre 2010 y 2019. Así, el inmobiliario pasó de una contribución directa positiva de 0,3 p. p. al crecimiento del PIB promedio entre 2010 y 2019 a una contribución negativa de -0,3 p. p. en 2022 y del -0,1 p. p. en 2023 (la contribución de la construcción pasó de los +0,6 p. p. a 0,2 y 0,5 p. p., en 2022 y 2023, respectivamente), con lo que el inmobiliario ha ido perdiendo peso relativo en la economía (véase el segundo gráfico).³

Un paciente crónico, con recomendación de dieta

Los datos más recientes de actividad apuntan a que la fase más aguda de la crisis inmobiliaria podría haber quedado atrás, pero queda un largo recorrido. En este contexto, es importante subrayar cuatro elementos clave para monitorear la evolución futura del sector.

En primer lugar, con la demanda en mínimos históricos, una vez se vaya agotando el stock de vivienda por terminar, el ajuste en la actividad de construcción se intensificará, un ajuste que podría verse reforzado por la ralentización que se espera en la inversión en infraestructuras y en el sector industrial. En segundo lugar, la rigidez observada en precios hasta la fecha (los precios de la vivienda nueva han caído un 6% o menos desde 2021 en las mayores ciudades), aunque pueda haber limitado el contagio al sector bancario, hace que el ajuste en las compraventas sea más fuerte y prolongado. En este sentido, unas mayores caídas en precios en adelante podrían señalar la voluntad de las autoridades chinas para acelerar el proceso de ajuste, pero con riesgos añadidos para el sector bancario y las expectativas de los hogares. En tercer lugar, la comparativa internacional sugiere que los desequilibrios del sector

3. La «construcción» incluye toda actividad relacionada con la construcción (o demolición) de viviendas, espacios de uso comercial e infraestructuras. El «inmobiliario» incorpora todos los servicios relacionados con la vivienda, como servicios de compra, alquiler, mantenimiento o consultoría.

inmobiliario acostumbran a provocar correcciones largas, tanto en términos de duración como en magnitud.⁴ Además, a pesar de que el peso del sector de la construcción en el PIB de China no sea demasiado alto en comparación con otras grandes economías, el ajuste limitado observado hasta la fecha y su importante poder de arrastre hacen pensar que el sector seguirá actuando como un freno al crecimiento a medio plazo. En cuarto lugar, es importante subrayar que la situación es muy distinta entre regiones. Por ejemplo, la encuesta trimestral de empresas de construcción muestra que, mientras el área total en construcción en Beijing ha subido un 15% desde 2021, las caídas superan el 15% en otras grandes ciudades, como Hubei o Chongqing. Asimismo, el impacto en las finanzas locales varía significativamente entre provincias y la capacidad fiscal para responder a una crisis prolongada en el sector será también muy distinta.

Las autoridades chinas parecen estar siendo capaces de cambiar el paradigma en el sector inmobiliario y estabilizar la primera fase de la crisis. El ajuste del lado de la demanda ha sido rápido, y se ha evitado una paralización total del lado de la oferta. Pero esta gestión también está retrasando la resolución a un problema de carácter estructural. China ha pasado de prácticamente no tener un mercado de vivienda privado, a comienzos de los años 1980, a un índice de propiedad de vivienda del 90% actualmente, uno de los más elevados del mundo, pero también con uno de los mayores índices de viviendas deshabitadas, cercano al 20%. La siguiente fase del ajuste presentará entonces un reto más fundamental: oferta = demanda.

Luís Pinheiro de Matos

4. China lleva tres años de ajuste, con una caída acumulada de precios del 10%. Aunque las experiencias son muy distintas, otros ejemplos históricos con desequilibrios significativos han sufrido ajustes más largos. Por ejemplo, los ajustes poscrisis financiera en España y EE. UU. duraron entre 5 y 7 años, con caídas de precios acumuladas superiores al 30%, mientras que en Japón el ajuste inmobiliario llegó a durar prácticamente dos décadas, con una caída acumulada de precios cercana al 50%. Además, en el caso chino, hay también que resaltar las diferencias significativas entre las ciudades *Tier 1*, donde hubo un repunte de precios significativo con respecto al crecimiento de los ingresos en el periodo 2010-2019, y las ciudades *Tier 3*, donde el incremento de precios en el periodo 2010-2019 fue significativamente inferior al de ciudades *Tier 1* y 2, y el problema parece centrarse en el exceso crónico de oferta.

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Actividad									
PIB real	1,9	2,5	2,4	2,9	3,1	2,9	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	8,6	5,3	4,4	4,6	5,0	2,9	4,5	3,5	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	105,4	105,4	109,0	102,7	106,3	103,1	97,5	102,0
Producción industrial	3,4	0,2	0,0	–0,1	0,0	–0,2	0,1	–0,4	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,7	47,6	46,9	49,1	50,3	49,2	48,7
Viviendas iniciadas (miles)	1.552	1.421	1.455	1.380	1.481	1.403	1.287	1.360	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	307	312	308	316	321	324	325	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,0	60,3	60,3	60,4	60,3	60,2	60,3	60,2	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,2	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	...	...
Precios									
Inflación general	8,0	4,1	4,0	3,5	3,2	3,2	3,5	3,4	...
Inflación núcleo	6,2	4,8	5,2	4,4	4,0	3,8	3,8	3,6	...

JAPÓN

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Actividad									
PIB real	1,0	1,9	2,3	1,6	1,2	–0,2	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	32,2	35,2	35,7	36,2	36,5	38,9	39,5	38,3	36,2
Producción industrial	0,0	–1,4	0,9	–3,6	–0,9	–4,3	–3,1	–3,4	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	5,0	9,0	13,0	11,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–3,6	–2,7	–1,8	–1,2	–1,1	–1,0	...
Precios									
Inflación general	2,5	3,3	3,4	3,1	2,9	2,5	2,7	2,5	...
Inflación subyacente	1,1	3,9	4,2	4,3	3,9	3,2	2,9	2,4	...

CHINA

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Actividad									
PIB real	3,0	5,2	6,3	4,9	5,2	5,3	–	–	–
Ventas al por menor	–0,8	7,8	10,7	4,2	8,3	4,7	3,1	2,3	...
Producción industrial	3,4	4,6	4,5	4,2	6,0	5,8	4,5	6,7	...
PMI manufacturas (oficial)	49,1	49,9	49,0	49,7	49,3	49,7	50,8	50,4	49,5
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	899	865	947	901	865	842	845,4	825,3	...
Exportaciones	7,1	–5,1	–5,4	–10,8	–3,3	–1,7	–11,4	–1,0	...
Importaciones	0,7	–5,5	–7,0	–8,5	0,9	1,5	–1,9	8,4	...
Precios									
Inflación general	2,0	0,2	0,1	–0,1	–0,3	0,0	0,1	0,3	...
Tipo de interés de referencia ³	3,65	3,45	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,0	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2	7,2

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

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

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Ventas al por menor (variación interanual)	1,2	-2,1	-2,3	-2,3	-0,8	-0,2	0,7	...	...
Producción industrial (variación interanual)	2,1	-2,1	-0,8	-4,7	-3,7	-4,6	-1,0	...	...
Confianza del consumidor	-21,9	-17,4	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-14,9	-14,7	-14,3
Sentimiento económico	102,1	96,4	96,5	96,5	96,5	96,5	96,3	95,6	96,0
PMI manufacturas	52,1	51,2	44,7	43,2	43,6	43,9	46,1	45,7	47,3
PMI servicios	52,1	52,1	54,4	49,2	48,4	48,4	51,5	53,3	53,2
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	2,3	1,4	1,4	1,4	1,2	1,0	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,8	6,6	6,5	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,0	2,9	3,1	3,1	3,2	3,2	3,2	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,3	7,4	7,4	7,5	7,4	7,4	7,3	...
Italia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,7	7,6	7,4	7,2	7,1	6,9	...
PIB real (variación interanual)	3,5	0,5	0,6	0,1	0,1	0,4	-	-	-
Alemania (variación interanual)	1,9	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-	-	-
Francia (variación interanual)	2,6	0,9	1,1	0,7	0,8	1,1	-	-	-
Italia (variación interanual)	4,2	1,0	0,6	0,6	0,7	0,7	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
General	8,4	5,5	6,2	5,0	2,7	2,6	2,4	2,4	2,6
Núcleo	3,9	5,0	5,5	5,1	3,7	3,1	3,0	2,7	2,9

Sector exterior

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Saldo corriente	-0,7	4,1	0,2	1,8	4,1	10,6	10,6	...	...
Alemania	4,3	12,1	4,8	7,8	12,1	26,1	26,1	...	...
Francia	-2,0	-1,5	-1,8	-1,7	-1,5	-2,3	-2,3	...	...
Italia	-1,6	1,0	-1,1	0,1	1,0	4,2	4,2	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	90,9	94,7	94,6	95,9	95,1	95,2	95,5	95,2	95,3

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	6,7	2,7	4,0	1,1	0,1	0,3	0,4	0,3	...
Crédito a hogares ^{2,3}	4,4	1,7	2,1	1,1	0,5	0,3	0,2	0,2	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,8	4,6	4,5	5,0	5,2	5,1	5,2	5,2	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	2,0	4,4	4,3	4,7	4,9	4,8	4,8	4,8	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	6,3	-8,5	-8,1	-11,3	-10,7	-8,8	-7,5	-7,0	...
Otros depósitos a corto plazo	4,5	21,1	22,5	23,2	21,0	18,4	16,7	15,7	...
Instrumentos negociables	3,7	20,4	22,0	20,4	19,8	20,1	19,3	22,6	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	2,7	2,5	3,0	3,3	3,2	3,2	3,1	...

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 actividad en España mantiene un notable dinamismo

La economía española sigue mostrando un dinamismo mayor de lo que se esperaba en el arranque del año, gracias, sobre todo, al empuje del sector terciario, especialmente las actividades relacionadas con el turismo, y la fortaleza que exhibe la creación de empleo. De cara a los próximos trimestres, además, el contexto contará con factores de soporte, como una política monetaria menos restrictiva, unas tensiones inflacionistas en senda de corrección y la previsible aceleración de la ejecución de los fondos europeos NGEU.

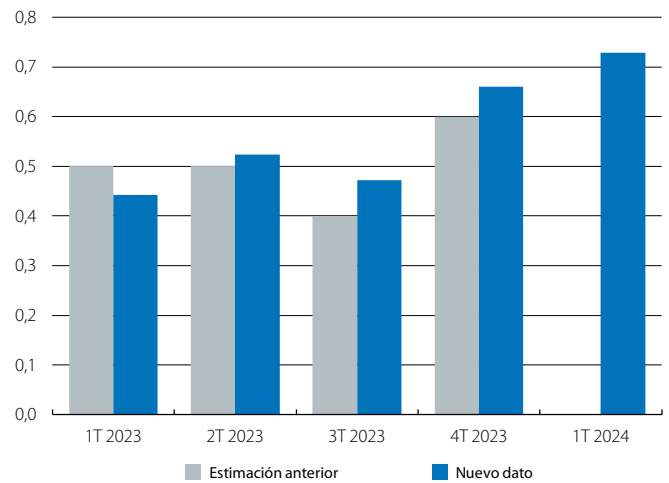
El sorprendente dato de crecimiento del PIB en el 1T 2024 (0,7% intertrimestral, tasa que supera ampliamente la de la eurozona), junto con el vigor que se observa en los indicadores ya disponibles del 2T (PMI, empleo, consumo, etc.), confirma el buen tono de la economía española. A ello hay que añadir el efecto arrastre positivo sobre el crecimiento de 2024 de la revisión al alza de los crecimientos del PIB de los tres últimos trimestres de 2023. Todo ello nos lleva a elevar en 0,5 puntos, hasta el 2,4%, nuestra previsión de crecimiento para el presente ejercicio (véase el Focus «[Nuevo escenario económico: la economía española vuelve a sorprender al alza](#)» en este mismo informe).

Los indicadores disponibles para el 2T ofrecen señales positivas y apuntan que la economía sigue creciendo a buen ritmo. Así, la encuesta de clima empresarial PMI para el sector servicios se situó en mayo en 56,9 puntos (56,2 en abril), ampliamente por encima del nivel que marca la expansión (50 puntos) y máximo desde abril de 2023. Dentro del sector terciario, sigue destacando el extraordinario comportamiento del turismo: en abril llegaron 7,83 millones de turistas, un 8,3% más que en abril del año pasado, que gastaron 9.565 millones de euros, las cifras más altas de la serie en dicho mes, lo que apunta a un nuevo año récord para el sector. En cuanto al sector manufacturero, se consolida su reactivación, al situarse su PMI en terreno expansivo por cuarto mes consecutivo, alcanzando los 54 puntos, 1,8 puntos más que el mes anterior y el nivel más alto desde marzo de 2022.

Los indicadores relacionados con el consumo también ofrecen señales positivas. Por un lado, el índice de comercio minorista en términos reales, corregido de efectos estacionales y de calendario y excluidas las estaciones de servicio, creció un 0,8% intermensual en abril, frente a una caída mensual media del 0,2% en el 1T. Asimismo, según el [indicador CaixaBank de consumo](#), la actividad de las tarjetas españolas se recuperó en mayo, tras el enfriamiento del mes anterior, al crecer un 4,4% interanual (con datos hasta el día 21), por encima del 3,2% anotado en abril y similar al ritmo del 1T (4,3%).

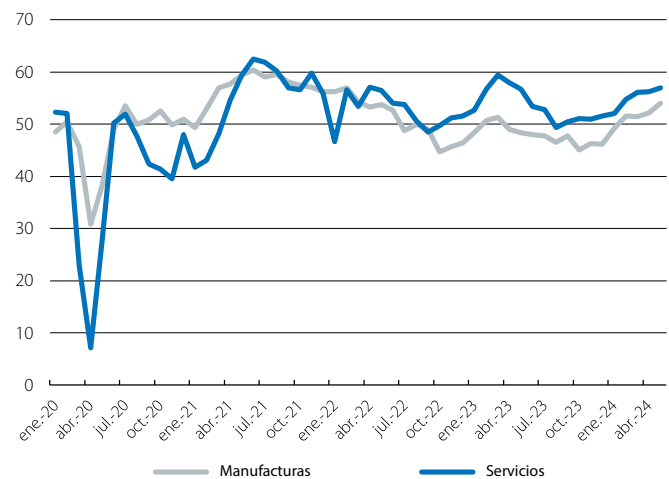
El empleo se mantiene sólido y marca un nuevo máximo en mayo. Así, la afiliación aumentó en 220.289 personas en mayo, mejorando el registro de mayo del año pasado (200.411) y el promedio prepandemia en dicho mes (213.582 en el periodo 2014-2019); de este modo, la cifra total de afiliados supera los 21,3 millones. Con datos desestacionalizados, el empleo

España: PIB Variación intertrimestral (%)



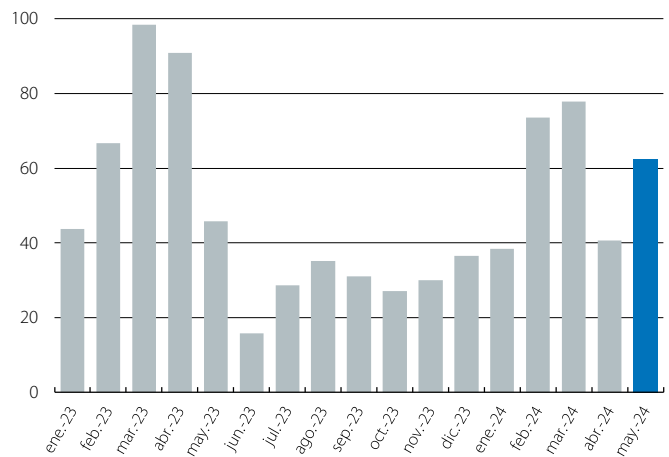
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PMI Nivel



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

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



Nota: * Serie corregida de estacionalidad.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

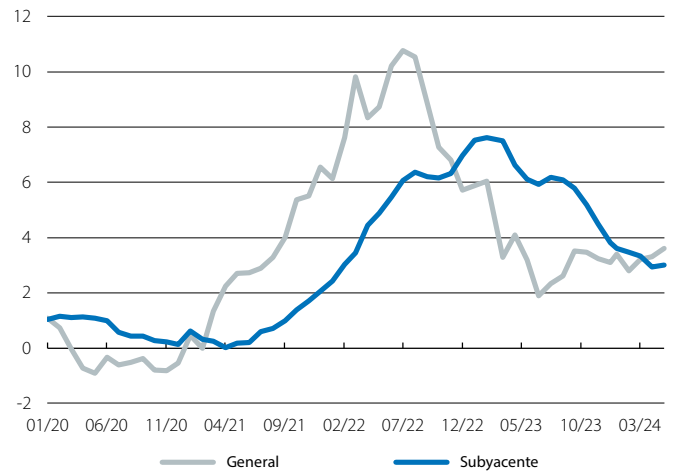
aumentó en el mes en 62.505 afiliados, en línea con el promedio mensual del 1T (63.242); en lo que va de 2T, el crecimiento intertrimestral de los afiliados se mantiene en el 0,7%.

La inflación vuelve a repuntar en mayo, pero impulsada por los componentes no subyacentes. Según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE, la inflación general aumentó en mayo, por tercer mes consecutivo, 1 décima hasta el 3,6%, la tasa más alta desde abril de 2023. Este repunte se debe a la subida de los precios de electricidad y carburantes, que descendieron en menor medida que en mayo de 2023: la contribución al alza de la energía responde a un factor coyuntural derivado de las subidas de los diferentes impuestos que regulan la factura eléctrica. Por su parte, la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos no elaborados, quebró la senda descendente de los meses anteriores y aumentó ligeramente hasta el 3,0% (2,9% en abril), debido a un efecto calendario en los precios de los servicios (la Semana Santa en 2023 se celebró en abril y este año, en marzo). En definitiva, el repunte de la inflación en mayo se debe a factores puntuales y se encuentra dentro de lo esperado, por lo que no introduce riesgos al alza para nuestras previsiones de progresiva moderación en los próximos meses.

El precio de la vivienda sorprende al alza en el 1T. El índice del precio de la vivienda, elaborado por el INE, se sitúa en máximos en la serie disponible desde 2007, tras repuntar un 2,6% intertrimestral en el 1T, lo que eleva la tasa interanual hasta el 6,3% (4,2% anterior). Esta aceleración en el precio está siendo generalizada por tipo de vivienda, si bien la nueva registra tasas interanuales más elevadas que la de segunda mano (10,1% frente al 5,7%), reflejando un mayor desequilibrio entre oferta y demanda en ese segmento. Por regiones, todas registraron una aceleración en su tasa interanual respecto al 4T. Andalucía destaca como el mercado donde más se ha encarecido la vivienda en este comienzo de año (7,9% interanual), frente a comunidades como Castilla-La Mancha, Galicia o Asturias, donde el ritmo de crecimiento está siendo más moderado, en torno al 5%.

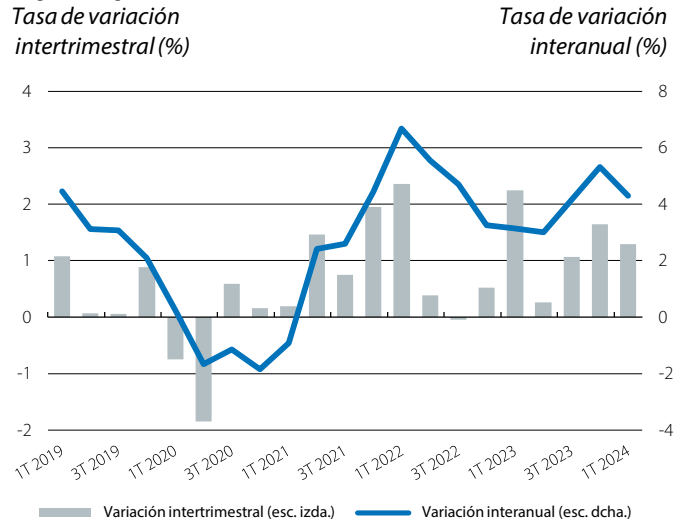
Deterioro del déficit comercial en el 1T 2024 por la debilidad de las exportaciones de bienes no energéticos. El déficit de la balanza comercial se situó en el 1T en 8.105 millones de euros, superando la cifra de un año antes (-6.578 millones) y el promedio de los primeros trimestres en 2014-2019 (-6.760 millones). Este empeoramiento se explica por el deterioro del saldo de bienes no energéticos, ya que el déficit energético se mantuvo bastante estable. Así, la balanza de bienes no energéticos anotó un superávit de 9 millones de euros, en contraste con el saldo positivo de 1.639 millones del mismo periodo de 2023; ello se debió a una caída de las exportaciones, lastradas sobre todo por las menores ventas de medicamentos y productos químicos orgánicos (-7,2% interanual, que se corresponde con una caída en volumen del 6,9% y del 0,3% de los precios), más intensa que en el caso de las importaciones (-5,5%, con un descenso del volumen del 3,8% y de los precios del 2%). Por su parte, el déficit energético se redujo muy ligeramente, desde 8.218 millones en el 1T 2023 hasta 8.114 millones este año: las exportaciones cayeron un 28,2% (-21,9% en volumen, con los precios retrocediendo un 8,4%), más que las importaciones, que lo hicieron un 15,3% (-12,3% en volumen y -3,6% los precios).

España: IPC
Variación interanual (%)



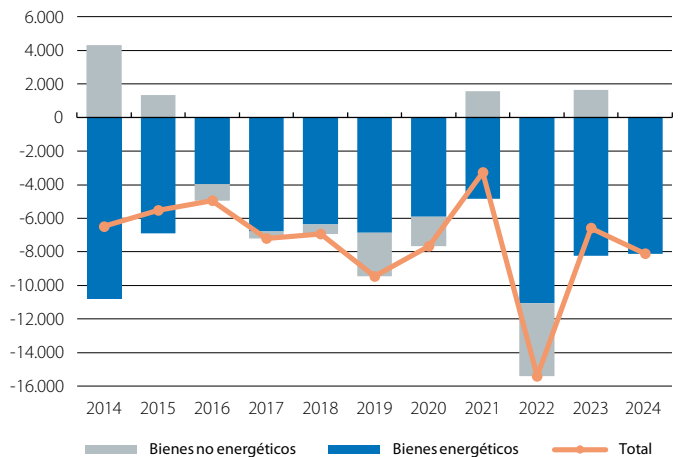
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: precio de la vivienda (valor tasado)



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

España: saldo comercial en el 1T
(Millones de euros)



Nota: Datos según la clasificación CUCI.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Aduanas.

Nuevo escenario económico: la economía española vuelve a sorprender al alza

La economía española ha vuelto a superar nuestras expectativas en los primeros meses de 2024. Si el dato de crecimiento del PIB del último trimestre de 2023 sorprendió al alza, el del primer trimestre confirma la buena marcha de la economía española y nos lleva a revisar nuestras previsiones al alza. Volvemos a examinar los principales factores que condicionan el escenario para la economía de España, tras incorporar la nueva información disponible.

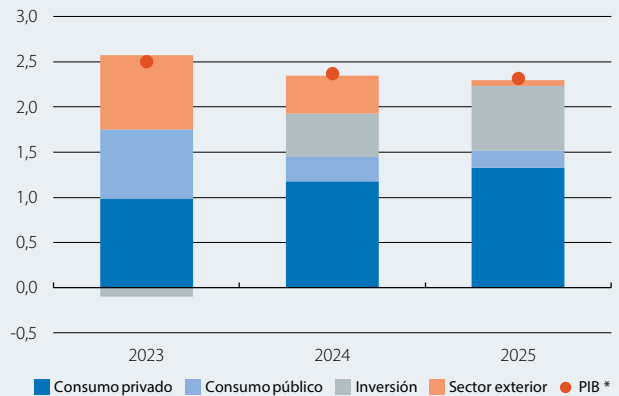
Situación de partida

La economía española volvió a sorprender positivamente por segundo trimestre consecutivo al crecer un 0,7% intertrimestral durante el 1T 2024. Esta sorpresa se suma al dato revisado al alza del último trimestre de 2023, durante el cual el PIB también creció un 0,7% intertrimestral. Así pues, la economía española ha logrado mantener un ritmo de crecimiento robusto a pesar de los múltiples factores que han jugado en su contra, como la debilidad de las economías de la eurozona, una inflación en niveles todavía elevados y el impacto de la subida de los tipos de interés, cuyo pico se esperaba en el 1T 2024. Detrás de este buen comportamiento hay varios elementos clave: el buen desempeño del mercado laboral, el impulso de unos flujos de inmigración aún dinámicos y los buenos datos de turismo internacional, que volvieron a superar las expectativas y explican la fuerte contribución de la demanda externa al crecimiento. En cambio, la demanda interna ha mantenido un ritmo de avance más modesto. La inversión, aunque repuntó de forma notable en el 1T 2024, se encuentra aún un 2,2% por debajo de los niveles del 4T 2019 y el consumo privado se sitúa tan solo un 0,4% por encima, a pesar de que la población haya aumentado un 3% desde 2019.

Por otro lado, la inflación, que se ha situado en un promedio del 3,3% entre enero y mayo de este año, se ha comportado en consonancia con lo que preveíamos, aunque con algunos matices cuando entramos en el detalle de los distintos componentes. Durante estos últimos meses, se han acentuado dinámicas opuestas entre los diferentes componentes de la cesta del IPC. Por un lado, la inflación núcleo, que excluye energía y alimentos, ha caído de manera gradual hasta el 2,7% en mayo (4,4% en 2023), a pesar de la persistente inflación de los servicios. Por otro lado, el resto de los componentes siguen mostrando unas tasas de inflación relativamente altas. El aumento de la inflación de la energía responde, principalmente, a factores puntuales: aunque el precio de la electricidad en el mercado mayorista se ha mantenido relativamente bajo, el precio final se ha visto afectado por las subidas de los

España: PIB

Contribución al crecimiento anual (p. p.)

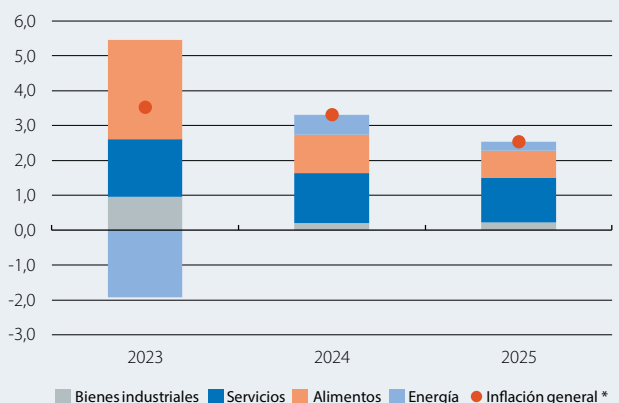


Nota: * Crecimiento interanual en porcentaje.

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

España: inflación

Contribución al crecimiento anual (p. p.)



Nota: * Crecimiento interanual en porcentaje.

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

diferentes impuestos que se aplican a la factura eléctrica. En el caso de los alimentos, las tasas de inflación se encuentran muy por debajo de las del año pasado (del 4,6% interanual en abril vs. el 11,1% promedio en 2023), pero este descenso se debe en gran parte a efectos base. Con unos incrementos en términos intermensuales aún por encima de los del promedio de los años 2015-2019, la inflación de los alimentos aún está lejos de normalizarse.

Revisión de los supuestos subyacentes del escenario

En el plano internacional, se mantienen los principales supuestos respecto al escenario de hace dos meses. Para la eurozona, con un crecimiento económico aún débil y una inflación promedio del 2,5% hasta mayo, mantendremos la previsión de cuatro bajadas de tipos en 2024 (depo al 3,0% en diciembre de 2024) y tres más en 2025. De este

modo, la política monetaria se mantendrá como un factor que favorecerá la recuperación de la inversión. En cuanto al precio de las principales materias primas, la revisión al alza del precio del petróleo Brent a un promedio de 87 dólares/barril en 2024 (79 dólares/barril en el escenario anterior) implica que los carburantes dejarán de contribuir a la baja en la inflación. Sin embargo, el impacto de esta revisión es relativamente moderado, pues el petróleo ya experimentó un pico de precios durante el 2S 2023.¹

Perspectivas

Los buenos datos del 1T del año, junto con un entorno global algo más favorable, nos empujan a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2024 hasta el 2,4% interanual y para 2025, hasta el 2,3% interanual (0,5 y 0,1 p. p. más que en el escenario anterior, respectivamente). Más allá del dato agregado, esta revisión viene acompañada de un cambio en el patrón de crecimiento. En primer lugar, esperamos que la demanda interna vaya tomando el relevo a la externa como motor del crecimiento, a tenor del enfriamiento esperado de las exportaciones de bienes y de la esperada normalización de los flujos turísticos.² A su vez, también esperamos que el comportamiento de la demanda interna venga marcado por un menor protagonismo del consumo público y una progresiva reactivación tanto del consumo privado como de la inversión.

Por el lado del consumo privado, los buenos datos de creación de empleo y de crecimiento de la población han repercutido en un fuerte aumento de la renta bruta disponible (RBD) de los hogares, que avanzó un 11,0% interanual en 2023. Este aumento en la RBD ha situado la tasa de ahorro en el 11,7%, por encima del promedio histórico del 8,2%.³ Ante el previsible descenso de los tipos de interés por parte del BCE, nuestra previsión es que parte de este ahorro contribuya a un aumento del consumo privado, que mejoraría el ritmo de crecimiento hasta el 2,2% en 2024 (1,7% en 2023) y se aceleraría hasta el 2,4% en 2025. En cuanto a la inversión, nuestra previsión es que empiece a tomar impulso con un ritmo de crecimiento del 2,5% en 2024, aupada por las primeras bajadas en los tipos de interés por parte del BCE y por una mayor tracción en la ejecución de los fondos NGEU, cuyo máximo desembolso se espera para 2025.

Las buenas perspectivas en nuestro escenario no se limitan al crecimiento de la actividad. En consonancia con la revisión al alza del PIB y el buen comportamiento del

empleo en lo que va de año, revisamos a la baja nuestra previsión de tasa de paro hasta el 11,6% de media anual en 2024 y hasta el 11,1% en 2025 (0,2 y 0,3 p. p. menos que en el escenario anterior, respectivamente). Esta previsión es relativamente moderada teniendo en cuenta que también hemos revisado al alza el crecimiento de la población activa, gracias a unos flujos de inmigración que aún se prevén elevados.

Por otro lado, el mercado inmobiliario seguirá viéndose beneficiado, además de por la robustez del mercado laboral y el descenso de los tipos de interés, por el bajo nivel de apalancamiento de las familias a nivel agregado y la resiliencia de la demanda extranjera. En este sentido, también revisamos al alza nuestra previsión del número de compraventas anual hasta las 565.000 (15.000 más que en el escenario anterior) y, sobre todo, el precio de la vivienda hasta el 4,0% interanual (1,3 p. p. más que en el escenario anterior).

En cuanto a la inflación, revisamos ligeramente al alza nuestra previsión para el 2024 hasta una media anual del 3,2% (0,2 p. p. más que en el escenario anterior). Los principales factores que explican esta revisión son una evolución algo peor de lo que esperábamos de la inflación de los alimentos y la subida del IVA de la electricidad por los bajos precios del mercado mayorista.⁴ Por otro lado, mantenemos el descenso de la inflación núcleo, que se situaría en un promedio del 2,7% interanual en 2024 (4,4% en 2023), si bien marcada por cierta persistencia de la inflación de los servicios.

Los riesgos que rodean el nuevo escenario de previsiones son elevados. Por un lado, el consumo privado podría verse beneficiado por una normalización de la tasa de ahorro algo más rápida de lo que esperamos, y la inversión podría recuperarse más rápidamente de lo previsto con la bajada de los tipos de interés. Asimismo, los flujos de inmigración y de crecimiento del gasto de los turistas internacionales podrían mantenerse más elevados de lo que se preveía. En cuanto a los riesgos a la baja, son principalmente de carácter geopolítico. En el plano internacional, una posible escalada del conflicto en el Próximo Oriente podría encarecer el petróleo y revertir el proceso de moderación de la inflación, con su consecuente impacto en la actividad económica. En el plano nacional, es importante que la ejecución de los fondos NGEU vaya ganando tracción y apoye la recuperación de la inversión empresarial.

Zoel Martín Vilató

1. Véase el Focus «[La palabra de moda en el nuevo escenario internacional: divergencia](#)» en este mismo *Informe Mensual*.

2. Véase el artículo «[¿Qué sectores están sufriendo más en España por el enfriamiento de nuestros socios comerciales?](#)» en el *Observatorio Sectorial*.

3. Véase el Focus «[Las claves del aumento del ahorro de los hogares españoles en 2023](#)» en el IM05/2024.

4. En marzo, el IVA de la electricidad subió de manera temporal hasta el 21% (desde el 10%) debido a que el precio de la electricidad en el mercado mayorista bajó del umbral de los 45 euros/MWh. En este momento, los mercados de futuros prevén un aumento del precio mayorista de la electricidad por encima del umbral, con lo que su IVA debería volver al tipo reducido en verano hasta enero de 2025.

Observatorio Sectorial de CaixaBank: una mirada a la evolución de la economía española desde sus sectores de actividad

En este Focus presentamos las principales conclusiones del *Observatorio Sectorial*, una nueva publicación de CaixaBank Research en la que ofrecemos un análisis claro y detallado de la evolución de la economía española desde el punto de vista de sus sectores de actividad. Para ello, hemos desarrollado una nueva herramienta, el Indicador Sectorial de CaixaBank Research, que permite seguir la evolución de 24 sectores en los ámbitos de la actividad, el sector exterior y el mercado laboral. Dicho indicador permite visualizar el estado de salud de los distintos sectores en España y su posición en el ciclo, lo que facilita conocer sus perspectivas de forma individualizada.¹

De la dispersión de la actividad a raíz de la pandemia...

Gracias al nuevo indicador, observamos que los fuertes *shocks* que sufrió la economía española entre 2020 y 2023 han tenido un impacto muy dispar sobre los distintos sectores, lo cual aumentó la dispersión de la evolución de la actividad:

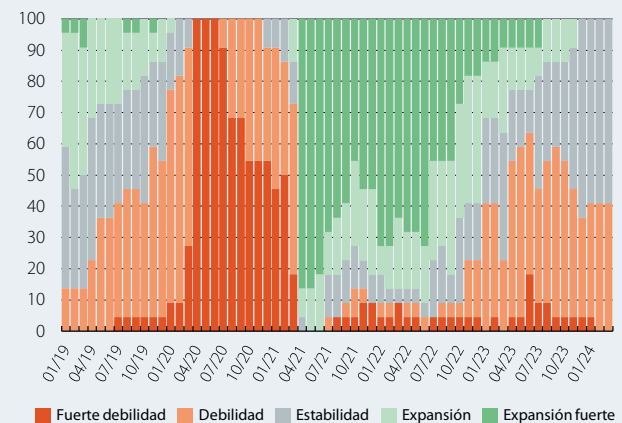
- La pandemia de COVID-19 en 2020 provocó una caída de la actividad económica fuerte y generalizada, siendo especialmente intensa en los sectores más dependientes de la interacción social: ocio y entretenimiento, restauración y alojamiento. Posteriormente, la rápida e intensa recuperación generó incrementos de la actividad muy elevados.
- Los cuellos de botella en las cadenas de valor globales que se sucedieron a partir de 2021 perjudicaron a la industria manufacturera, especialmente al sector del automóvil.
- La guerra en Ucrania y la crisis energética en 2022 dispararon los costes de producción, lo cual afectó de forma más severa a las ramas industriales más intensivas en el uso de energía: el sector agroalimentario (primario e industria transformadora), la industria extractiva, la auxiliar de la construcción, el textil y el calzado, la papelera y la refinería fueron las ramas que más sufrieron.
- Finalmente, el aumento de los tipos de interés desde mediados de 2022 perjudicó a aquellos sectores más dependientes de la financiación externa, como el sector inmobiliario y algunas ramas industriales.

1. Para un mayor detalle de la metodología empleada para la construcción de este indicador, véase el recuadro metodológico que aparece en el *Observatorio Sectorial 2024* (<https://www.caixabankresearch.com/es/analisis-sectorial/observatorio-sectorial/indicador-sectorial-caixabank-research>).

... a una progresiva homogeneización del comportamiento sectorial

A medida que estos *shocks* se han ido absorbiendo, el comportamiento de los sectores está siendo cada vez más homogéneo. Nuestro Semáforo sectorial muestra que, en los primeros meses de 2024, alrededor de un 60% de los sectores están manteniendo un crecimiento estable.² Además, el análisis de los indicadores por ámbitos (actividad, mercado laboral y sector exterior) nos permite concluir que la fortaleza del mercado laboral es el principal factor que explica la resiliencia de forma generalizada en todos los sectores y que, en cambio, el apoyo del sector exterior se fue desvaneciendo a partir de mediados de 2023 y apenas se observan signos de mejora en los datos más recientes.

Semáforo sectorial para la economía española (% sobre el total de sectores)



Notas: El Semáforo indica el porcentaje de sectores clasificados según 5 categorías de crecimiento, que se definen de la siguiente forma: «Fuerte debilidad» si el valor que toma el indicador sectorial es inferior al percentil 15 (P15) de la distribución histórica de dicho indicador; «Debilidad» cuando toma un valor entre el P15 y el P40; «Estabilidad» entre el P40 y P60; «Expansión» entre P60 y P85 y «Fuerte expansión» cuando el indicador se encuentra por encima del P85.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, de la AEAT, del MISSM, de DataComex y de la REE.

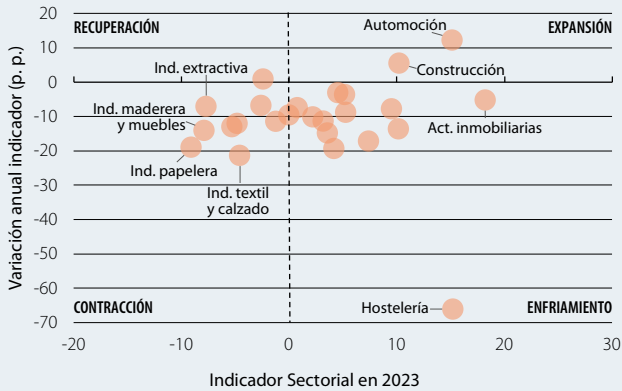
¿En qué momento del ciclo se encuentra cada sector?

Entrando en el detalle de los sectores de actividad, el Reloj sectorial de CaixaBank Research nos permite situar en qué momento del ciclo se encuentra cada sector. En concreto, el Reloj muestra el nivel del indicador en el eje horizontal

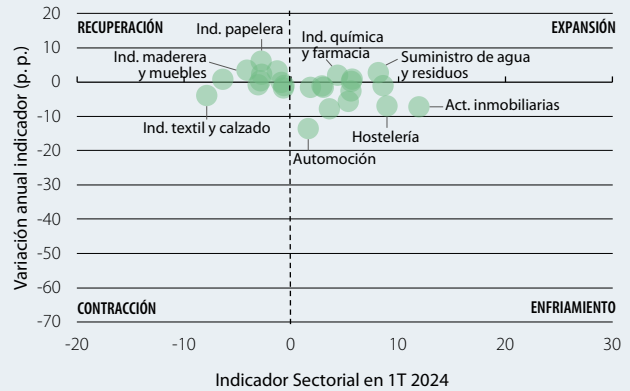
2. El Semáforo sectorial es un gráfico en el que los sectores de actividad se clasifican en cinco categorías según la intensidad de su ritmo de crecimiento. En concreto, un sector se encuentra en fuerte debilidad si el valor que toma el indicador sectorial es inferior al percentil 15 (P15) de la distribución histórica de dicho indicador; debilidad cuando toma un valor entre el P15 y el P40; estabilidad entre el P40 y P60; expansión entre P60 y P85, y fuerte expansión cuando el indicador se encuentra por encima del P85.

Reloj sectorial de CaixaBank Research

2023



1T 2024



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, de la AEAT, del MISSM, de DataComex y de la REE.

ya su variación en el último año en el eje vertical. De esta manera, los cuadrantes resultantes informan sobre la posición actual del sector y su tendencia reciente: expansión (indicador en positivo y crecimiento en el último año), enfriamiento (indicador en positivo, pero descenso en el último año), contracción (indicador en negativo y en descenso en el último año) y recuperación (indicador en negativo, pero creciendo en el último año). Comparando el Reloj de 2023 con el de los primeros meses de 2024, podemos observar en qué momento del ciclo se sitúan los sectores y cuál es su tendencia reciente:

- En los primeros meses de 2024, los sectores se agrupan cerca del origen de coordenadas, lo que indica una menor dispersión entre sectores.
- Industria química y farmacéutica, el suministro de agua, el comercio minorista y las actividades profesionales y administrativas mejoran y pasan al cuadrante de expansión.
- También mejoran muchas industrias, lastradas por el repunte de los costes de los últimos años, que se sitúan en el cuadrante de recuperación (industria maderera, papelera, extractiva, refinería y auxiliar de la construcción).
- Actividades inmobiliarias, fabricación de material de transporte y hostelería pasa al cuadrante de enfriamiento, aun manteniéndose entre los sectores que mejor se están comportando.
- Continúan en el cuadrante de contracción el sector agroalimentario y la industria textil y del calzado, y se les une el comercio mayorista.

Perspectivas de la economía española en clave sectorial: qué esperamos en 2024 y 2025

Las perspectivas de la economía española para el bienio 2024-2025 son positivas, aunque se anticipa una ligera moderación del crecimiento del PIB, que pasará de un 2,5% en 2023 a un 2,4% en 2024, para luego consolidarse en un 2,3% en 2025, según las últimas previsiones de CaixaBank Research. En este escenario, prevemos que la

Previsiones sectoriales 2024-2025



dispersión del ritmo de crecimiento entre sectores seguirá reduciéndose de forma gradual, a medida que el impacto del aumento de los costes de producción y de los tipos de interés se vaya diluyendo. De hecho, no esperamos contracciones en el VAB de ninguno de los sectores analizados, estando los distintos ritmos de crecimiento marcados por las tendencias de medio y largo plazo.

Entre los sectores para los que esperamos un mayor ritmo de crecimiento en el bienio 2024-2025 destacan los ligados a la transición digital (como las tecnologías de la información y la comunicación, y los servicios profesionales) o sectores en los que España despunta por su elevada competitividad (como el farmacéutico o el turístico). Al otro extremo, la industria textil y la papelera son los sectores que mostrarían un crecimiento más moderado.

Pedro Álvarez Ondina

Encuesta Financiera de las Familias: España no es país para jóvenes

Brecha generacional: un fenómeno que se agudiza en renta y en riqueza

Esta primavera, el Banco de España ha publicado la Encuesta Financiera de las Familias de 2022 (EFF 2022). Se trata de la octava oleada de este estudio que, a partir de algo más de 6.000 encuestas a hogares, caracteriza la distribución de las principales variables de renta y riqueza de los más de 18 millones de hogares españoles.

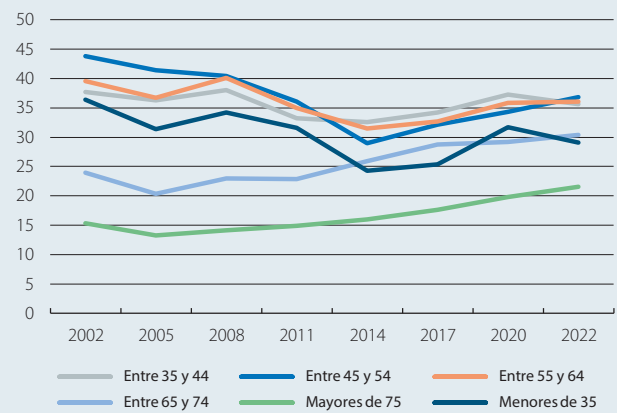
A nivel agregado, la renta mediana de los hogares ha aumentado en un 1,1% entre 2019 y 2021¹ y la riqueza neta² un 3,7% entre 2020 y 2022.³ Así las cosas, en 2022 la renta mediana por hogar en España era de 32.400 euros (media de 43.100 euros) y la riqueza neta mediana, cuyo grueso proviene del valor de los activos reales,⁴ de 142.700 (promedio de 309.000 euros).

Sin embargo, esta situación agregada enmascara notables diferencias entre generaciones. Según los datos recogidos por las EFF, la brecha generacional es una cuestión tanto de renta como, sobre todo, de riqueza: entre 2001 y 2021, la renta mediana de los hogares con cabeza de familia menor de 35 años (a euros de 2022) bajó en un 19,8%, mientras que la de los mayores de 74 años subió un 40,5%. Cabe matizar, sin embargo, que ambos colectivos disponen de una renta mediana inferior al resto de hogares y que los hogares con cabeza de familia de mayor edad partían de la situación más precaria y siguen siendo los hogares con menores ingresos. Asimismo, la brecha de riqueza entre las generaciones más jóvenes y las de mayor edad también se ha ampliado en las dos últimas décadas: la riqueza total neta de los hogares menores de 35 años bajó un 72,7% entre 2002 y 2022 y la de los mayores de 74 años subió un 98,7%.

Otra forma de ilustrar la evolución de la brecha generacional es analizando la renta y la riqueza de los jóvenes y los más mayores en relación con el principal grupo en edad trabajadora (35-44 años). En el tercer gráfico se observa que los ingresos de los jóvenes se han alejado en más de 14 puntos desde 2002 respecto a la población trabajadora partiendo de un nivel muy similar, mientras que los mayores de 74 años han reducido su brecha en 20 puntos. Haciendo un ejercicio parecido con la riqueza neta, la ratio de los jóvenes respecto a la población trabajadora ha pasado del 55% en 2002 al 26% en 2022, mientras que para los mayores ha pasado del 84%... ¡a casi triplicar en 2022 la riqueza de los hogares entre 35 y 44 años!

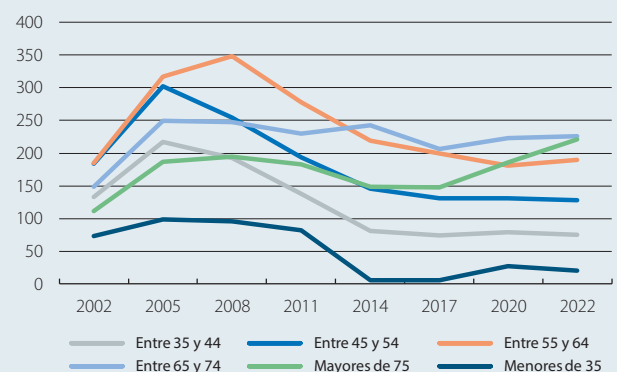
1. Los datos de ingresos son del año anterior al de la encuesta y los de riqueza, del mismo año de la encuesta. Así, por ejemplo, en la EFF 2022 se pregunta por la riqueza de 2022 y la renta de 2021, mientras que en la EFF 2020 se pregunta por la riqueza de 2020 y la renta de 2019.
2. Suma de activos reales y activos financieros restando los pasivos financieros.
3. Todos los importes de este artículo son a precios constantes de 2022, es decir, corregidos por la inflación.
4. En 2022, un 83,8% de los hogares poseía activos reales y para estos el valor mediano era de 181.300 euros. Por otra parte, un 97,7% de los hogares poseía activos financieros y para estos el valor mediano era de 16.200 euros.

España: renta mediana por grupos de edad (Miles de euros)



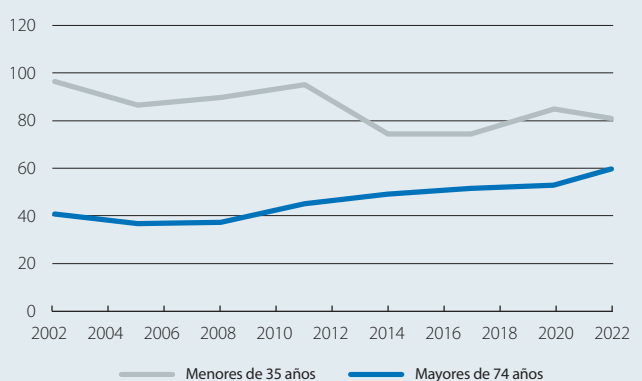
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

España: riqueza neta mediana por grupos de edad (Miles de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

España: brecha en renta respecto a la población trabajadora entre 35 y 44 años (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

La propiedad de la vivienda, factor clave del aumento de la brecha generacional

La divergencia entre jóvenes y mayores en riqueza neta se explica en buena parte por el inmobiliario: se ha producido en los últimos 20 años una reducción marcada en la proporción de jóvenes que acceden a una vivienda en propiedad –que ha descendido del 66% en 2002 al 31,8% en 2022– y dentro de los que han adquirido una vivienda, el valor mediano de la vivienda principal en relación con el de los mayores ha pasado de 1,5 en 2002 a 1 en 2022, reflejando posiblemente que los jóvenes compran propiedades más pequeñas y en zonas de menor precio que hace unos años.

Si nos centramos en los activos financieros, también se han producido algunos cambios destacables que ahondan en la brecha generacional y que apuntan a una reducida capacidad de ahorro en los jóvenes. Así, en 2002 el importe mediano en cuentas y depósitos utilizables para realizar pagos de los jóvenes era de 2.120 euros y en 2022 era de 3.270 euros. En cambio, para los mayores de 75 años ha pasado de 2.650 a casi 15.000 euros. La participación de los jóvenes en otros tipos de activos financieros, como fondos de inversión y planes de pensiones o seguros, también se ha reducido de forma notable.⁵ En todo caso, los activos financieros suponen solamente un 21% de la riqueza bruta total de los hogares en 2022 (21% para los jóvenes y 28% para los mayores de 74 años), por lo que la dificultad para acceder a una vivienda en propiedad es la principal causa del aumento de la brecha generacional.

Caída de la deuda pendiente y del estrés financiero de los hogares: generalizada y también para los jóvenes

Por el lado de los pasivos, cabe destacar que se ha producido una caída generalizada de la deuda de los hogares en todos los segmentos, lo que refleja el notable proceso de desapalancamiento de las familias españolas desde 2010. Si nos centramos en el periodo más reciente, el saldo vivo mediano en vivienda principal para los hogares endeudados se ha reducido un 9,7% entre 2020 y 2022, en el caso de otras propiedades ha descendido un 27,3% y para préstamos al consumo ha caído un 9,2%.⁶

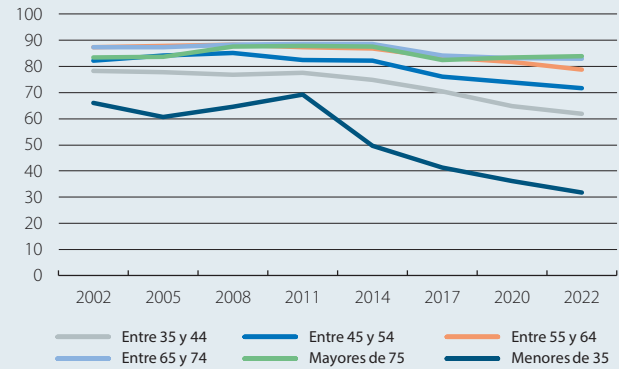
Si miramos la reducción del saldo vivo de los hogares con deuda por franjas de edad, observamos que los jóvenes se encuentran entre los que más han reducido el importe de la deuda mediana en vivienda principal (–14,2% entre 2020 y 2022), una reducción algo mayor que para las familias con cabeza del hogar entre 35 y 55 años, pero algo menor que para los hogares entre 65 y 74 años. Dado que una menor proporción de hogares jóvenes posee una vivienda en pro-

5. En 2002 un 5,5% de los hogares jóvenes poseían fondos de inversión y un 18,6%, planes de pensiones o seguros, un porcentaje que había caído hasta el 4,9% y el 12,5%, respectivamente, en 2022. Por su parte, un 2,6% de los hogares de más de 75 años tenían fondos de inversión y un 2,1%, planes de pensiones o seguros en 2002, un porcentaje que había aumentado de forma meteórica hasta el 14,8% y el 12,1%, respectivamente, en 2022.

6. Nótese que la reducción del importe de la deuda refleja tanto las amortizaciones normales y anticipadas de la deuda existente como el importe de los nuevos préstamos y créditos. Las entrevistas de la EFF 2022 se realizaron entre el 2S 2022 y el 1S 2023, de forma que ya recogen parcialmente el impacto de las subidas de tipos de interés.

España: hogares poseedores de la vivienda principal por franja de edad

(% sobre hogares de esa franja de edad)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Encuesta Financiera de las Familias (Banco de España).

iedad, también se ha reducido la proporción que cuenta con deuda hipotecaria: solo un 20,6% de los hogares con cabeza de familia menor a 35 años ha contraído deuda hipotecaria para adquirir su vivienda principal (–24,4 p. p. respecto a 2002). Asimismo, el nivel de endeudamiento de los jóvenes que se endeudan parece razonable en relación con sus ingresos (como veremos, los indicadores de estrés financiero de los jóvenes son inferiores a la media). Sin embargo, una mayor proporción de hogares jóvenes tienen deudas relacionadas con préstamos al consumo (un 28,5% en 2022, +5,2 p. p. respecto a 2002).

La disminución del nivel de endeudamiento ha permitido reducir la carga financiera entre 2020 y 2022 a pesar del aumento de los tipos de interés. En efecto, la carga financiera mediana, medida como los pagos por servicio de la deuda (amortización + intereses) entre los ingresos de los hogares endeudados, ha disminuido de forma notable entre 2020 y 2022, pasando del 15,8% hasta el 13,7%, el mínimo de toda la serie histórica. La reducción de la carga financiera ha sido incluso superior para los hogares menores de 35 años (del 15,5% en 2020 al 12,1% en 2022).

Finalmente, la proporción de hogares que habitualmente se consideran financieramente vulnerables –aquellos con cargas financieras superiores al 40% de la renta bruta del hogar– también ha disminuido de forma importante entre 2020 y 2022, del 10,5% al 8,1% del total de hogares (el pico alcanzado en la crisis financiera fue del 16,8%). En el caso de los jóvenes, los vulnerables representan apenas el 4,7% de los endeudados jóvenes, aunque, de nuevo, cabe recordar que solo el 58% de hogares con cabeza de familia joven (los cuales obviamente no incluyen a jóvenes viviendo con sus progenitores) habían contraído algún tipo de deuda.

En definitiva, la EFF 2022 apunta a un fortalecimiento de la posición financiera de las familias a nivel agregado, con una disminución del nivel de endeudamiento que ha permitido reducir la carga financiera. Sin embargo, en temas distribucionales, la brecha entre generaciones continúa aumentando, especialmente en lo que se refiere a riqueza.

Javier Garcia-Arenas, Josep Mestres y Judit Montoriol

¿Dónde se ha concentrado la caída de la tasa de temporalidad?

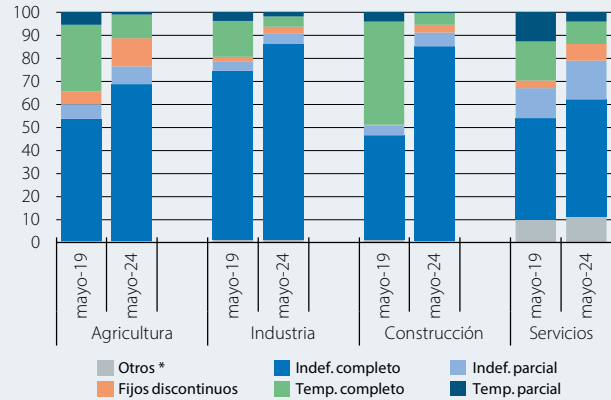
Uno de los pilares sobre los que se está apoyando la resiliencia de la economía española en los últimos años es el notable dinamismo del mercado laboral. No solo se han alcanzado cifras récord de ocupación, sino que se ha avanzado de forma intensa en la corrección de la elevada tasa de temporalidad, uno de los principales hándicaps del mercado laboral español y uno de los objetivos que perseguía la última reforma laboral aprobada en diciembre de 2021.¹ La reducción de la temporalidad ha sido generalizada por sectores, grupos de edad o regiones, si bien se observan ciertas diferencias.

El pasado mes de mayo, la afiliación a la Seguridad Social alcanzó un nuevo máximo histórico al superar los 21,3 millones, 1,88 millones más que en el mismo mes de 2019: solo en el último año la cifra ha aumentado en más de 506.000 afiliados. En este periodo la tasa de temporalidad se ha reducido de forma apreciable: del total de afiliados al Régimen General en mayo, el 12,7% eran temporales, lo que contrasta con el 30,1% observado en el mismo mes de 2019. El descenso de la temporalidad ha sido más acusado en el sector privado, con una reducción de 18,6 p. p. hasta el 10,5%, mientras que en el sector público esta ratio se ha reducido hasta el 25,1% desde el 32,2%.²

Por sectores y ramas de actividad, la caída de la temporalidad ha sido mayor en aquellos que partían de tasas más elevadas antes de la reforma laboral, como en la construcción, con una reducción de 43,2 p. p.; la agricultura, con

España: estructura de afiliados por sector y tipo de contrato

(% sobre el total de afiliados en el sector)



Notas: Afiliados al Régimen General. * Aprendizaje, formación, prácticas, afiliados que no tienen contrato (funcionarios), cuidadores no profesionales, programas de formación y prácticas no laborales en empresas, etc.

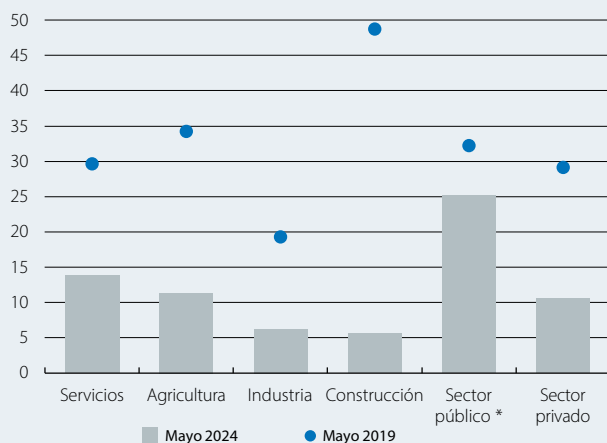
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

una caída de 22,9 p. p., y, dentro de los servicios, destacan los descensos en hostelería, actividades recreativas y administrativas, con ajustes del -29,8 p. p., -28,6 p. p. y -25,1 p. p., respectivamente.

En el periodo analizado, los afiliados con contrato indefinido han pasado del 61,7% al 78,0% del total: han crecido los afiliados a tiempo completo, en un 34,2% y 2,45 millones de personas concretamente; los contratos a tiempo parcial, un 49,4% con un aumento de 820.000 personas, y

España: tasa de temporalidad por sectores

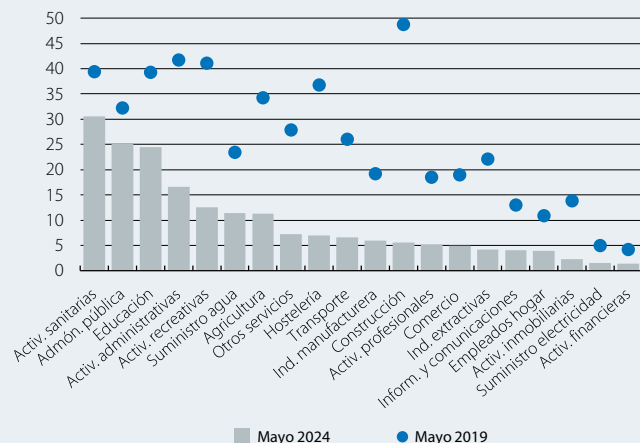
Afiliados temporales/total afiliados (%)



Notas: Afiliados al Régimen General. * Afiliados con contrato temporal en Administración pública y Defensa y Seguridad Social obligatoria (sección O).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

España: tasa de temporalidad por actividades

Afiliados temporales/total afiliados (%)



Nota: Afiliados al Régimen General.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

1. Real Decreto-ley 32/2021 de medidas urgentes para la reforma laboral, la garantía de la estabilidad en el empleo y la transformación del mercado de trabajo. Para más detalle, véase el Focus «La reforma laboral: un ejercicio de equilibrios con foco en la temporalidad», en el IM02/2022.
2. Considerando afiliados en Administración pública, Defensa y Seguridad Social obligatoria (sección O de la CNAE), por lo que no incluye trabajadores del sector público en Sanidad y Educación. En diciembre de 2023 el peso de los afiliados públicos en Educación era del 45,4% y en Sanidad del 61,0%.

los fijos discontinuos, que han aumentado en 637.000 personas hasta superar ligeramente el millón, una cifra 2,4 veces superior a la de 2019. No obstante, este aumento de los fijos discontinuos es muy inferior a la caída de los afiliados con contrato temporal, que se han reducido un 52,6%, lo que supone un descenso de 2,38 millones. El peso de los fijos discontinuos sobre el total de contratos ha pasado del 3,0% en mayo de 2019 al 6,5% en mayo de este año, mientras que los indefinidos a tiempo completo sitúan su peso en el 56,9% y los parciales en el 14,7% (vs. 47,6% y 11,0% en 2019, respectivamente).

Los afiliados fijos discontinuos han ganado protagonismo en todos los sectores, pero especialmente en aquellos donde la actividad de los trabajadores presenta mayor estacionalidad y se desarrolla de forma intermitente a lo largo del año, como agricultura, donde ahora representan el 12,3% del total de afiliados cuando en 2019 solo alcanzaban el 5,6%; en el caso de la construcción ahora representan el 3,2%, un aumento de 2,8 p. p., y en servicios, el 7,2%. Por el contrario, en la industria apenas han crecido 1 p. p., hasta el 3,1%. Por actividades, el peso de los fijos discontinuos es muy elevado en hostelería y actividades recreativas (24,0% y 21,3% del total, respectivamente); es en esta última actividad, además, donde más ha crecido el peso de este tipo de contratos desde 2019 (13,9 puntos), muy por encima del incremento en hostelería (11 puntos).

Atendiendo a la edad de los trabajadores, la caída de la temporalidad ha sido mucho más intensa entre los jóvenes, casi 38 p. p. en el caso de los que tienen entre 16 y 24 años. En consecuencia, se ha reducido considerablemente la dispersión por grupos: si en 2019 la diferencia entre la tasa más alta y la más baja (la correspondiente al grupo de 55 a 59 años) era de 36,4 p. p., en 2024 es de apenas 8,6.

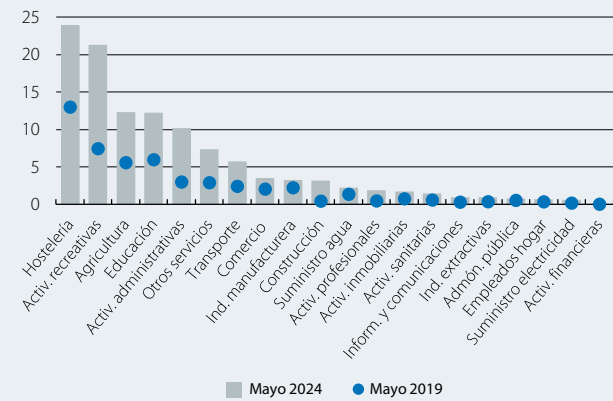
Aunque en todos los grupos de edad los contratos indefinidos que más peso ganan son los de tiempo completo, destacan los menores de 25 años, donde se duplican hasta rozar el 30% del total; en este último grupo también es donde avanzan con más vigor los fijos discontinuos, más de 12 p. p. hasta el 15,0%.

Por comunidades autónomas, las más dependientes de actividades agrarias, como Andalucía, Murcia o Extremadura, o turísticas, como los archipiélagos y la Comunidad Valenciana, son las que anotan las mayores caídas de la temporalidad desde 2019, alrededor de 20 p. p., en contraste con el menor ajuste en las regiones más industriales del norte peninsular y Madrid.

La inmigración está jugando un papel fundamental para amortiguar el impacto de las dinámicas demográficas, en particular la caída de la natalidad y el envejecimiento de la población, al ampliar y rejuvenecer la población

España: afiliados con contrato fijo discontinuo por actividades

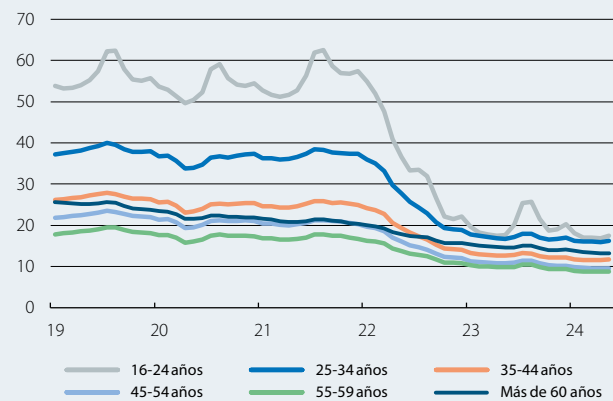
(% sobre el total de afiliados de la actividad)



Nota: Afiliados al Régimen General. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

España: tasa de temporalidad por grupos de edad

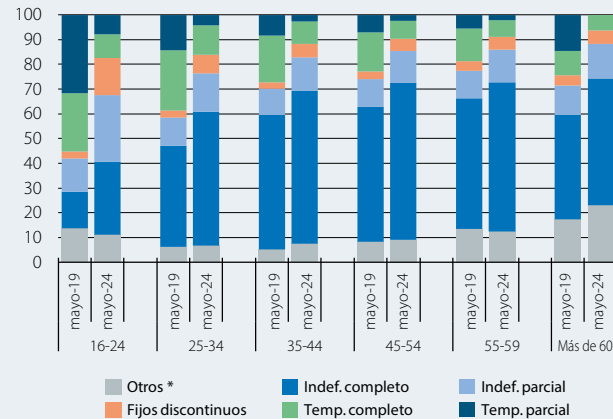
(%)



Nota: Afiliados al Régimen General. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

España: estructura de afiliados por grupo de edad y tipo de contrato

(% sobre afiliados en el grupo de edad)



Notas: Afiliados al Régimen General. * Aprendizaje, formación, prácticas, afiliados que no tienen contrato (funcionarios), cuidadores no profesionales, programas de formación y prácticas no laborales en empresas, etc. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

activa.³ De hecho, el excelente comportamiento del mercado laboral en los últimos años se explica, en gran parte, por la contribución de la población extranjera: entre abril de 2019 y abril de 2024, el 38,4% de los nuevos afiliados a la Seguridad Social, cerca de 719.000, son foráneos, y su peso sobre el total supera ligeramente el 13%.⁴

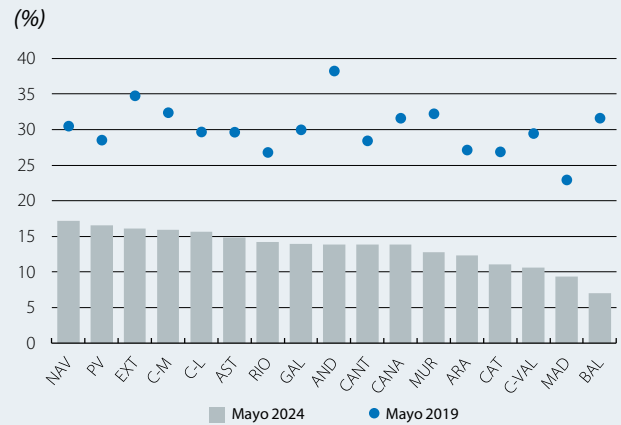
En los últimos años el aumento del peso de los trabajadores extranjeros ha sido generalizado por actividades, excepto en la Administración pública, donde se estabiliza en niveles muy reducidos, y educación, donde cae ligeramente. Estas dos actividades, junto con sanidad, donde el peso de los extranjeros apenas crece 1,7 p. p., son las que presentan las mayores tasas de temporalidad.

Aunque no disponemos de datos de afiliados por tipo de contrato y nacionalidad, en el último gráfico se observa que el aumento del peso de los extranjeros ha sido más intenso en algunas de las actividades donde más ha caído la temporalidad, como actividades administrativas, hostelería y, sobre todo, construcción.

En definitiva, la combinación de restricciones en el uso de contratos temporales, junto con el impulso al uso de contratos fijos discontinuos para canalizar trabajos que se desarrollan de forma intermitente pero recurrente, ha contribuido a la reducción de la tasa de temporalidad, algo que tradicionalmente solo sucedía en escenarios recesivos de destrucción de empleo, cuando los trabajadores temporales solían ser los primeros en sufrir el ajuste. En cambio, ahora la temporalidad se ha reducido por una transformación del empleo temporal en indefinido. Aunque el crecimiento de los fijos discontinuos ha sido significativo, el aumento de los afiliados indefinidos ha sido muy superior, permitiendo una mayor estabilidad del empleo y un vínculo más sólido entre trabajador y empresa.

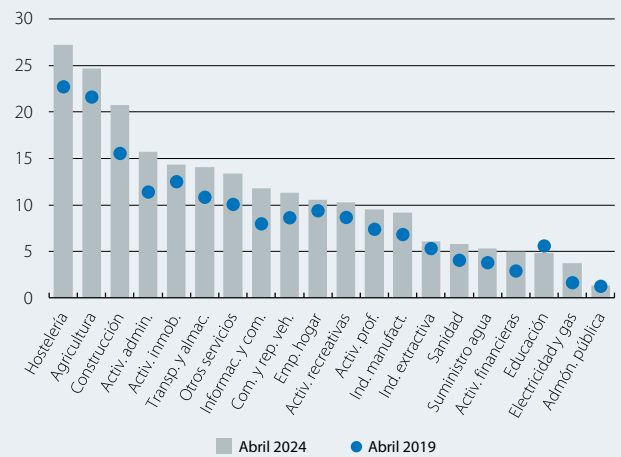
Nuria Bustamante y Sergio Díaz

España: tasa de temporalidad por comunidades autónomas



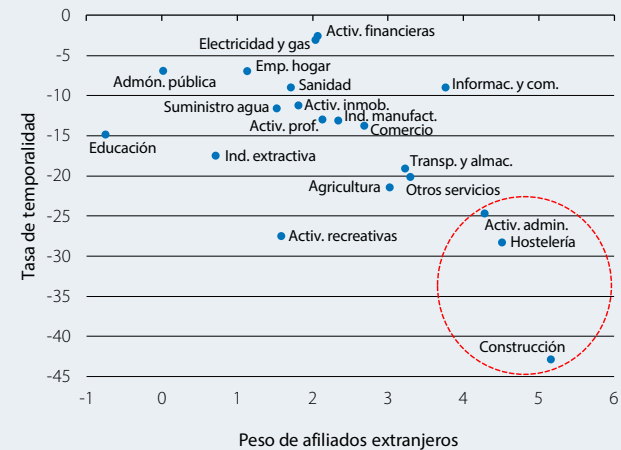
Nota: Afiliados al Régimen General.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

España: afiliados extranjeros por actividades (% sobre el total de afiliados en la actividad)



Nota: Afiliados al Régimen General.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

España: tasa de temporalidad y peso de extranjeros por actividades Variación entre abril de 2024 y abril de 2019 (p. p.)



Nota: Afiliados al Régimen General.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

3. Para más información, véase el Focus «Cambios en las características de la población inmigrante en España en los últimos años», en el IM07/2023.
4. Si consideramos solo el Régimen General, los afiliados extranjeros han aumentado en 595.000, el 31,3% del aumento total, mientras que su peso sobre el volumen total de afiliados es del 11,6%.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Industria									
Índice de producción industrial	2,2	-1,2	-2,2	-2,2	-0,7	0,0	-1,3	0,8	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,8	-6,5	-5,2	-8,2	-8,1	-5,2	-5,7	-4,3	-6,3
PMI de manufacturas (valor)	51,0	48,0	48,5	47,3	45,9	50,7	51,4	52,2	54,0
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	15,4	1,2	1,7	4,3	0,6	-0,7	-2,9	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	29,0	0,3	3,2	-3,2	-9,0	-10,2	-10,7	...	...
Precio de la vivienda	7,4	4,0	3,6	4,5	4,2	6,3	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	40,7	21,9	18,9	15,8	15,8	14,9	...
PMI de servicios (valor)	52,5	53,6	56,0	50,9	51,2	54,3	56,1	56,2	56,9
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,3	2,5	2,4	2,1	2,9	1,1	0,9	0,3	...
Matriculaciones de automóviles	-3,0	18,5	9,9	6,9	11,9	4,2	-4,7	23,1	3,4
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-16,1	-19,1	-17,2	-15,8	-14,7	-14,5
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	3,6	3,1	3,2	3,4	3,6	3,0	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	13,0	12,2	11,7	11,9	11,8	12,3	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social ³	3,9	2,7	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4
PIB	5,8	2,5	2,0	1,9	2,1	2,4	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
General	8,4	3,6	3,1	2,8	3,3	3,1	3,2	3,3	3,6
Subyacente	5,1	6,1	6,2	6,0	4,5	3,5	3,3	2,9	3,0

Sector exterior

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	12,3	4,5	-1,4	-6,9	-6,9	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	10,7	-1,2	-7,2	-9,8	-9,8	...	...
Saldo corriente	8,2	38,0	28,7	35,8	38,0	37,9	37,9	...	...
Bienes y servicios	16,3	60,3	42,6	54,6	60,3	61,0	61,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	-8,1	-22,3	-14,0	-18,8	-22,3	-23,1	-23,1	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	20,7	53,9	42,6	50,0	53,9	52,5	52,5	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	4,9	0,6	0,4	-0,3	0,4	2,5	3,5	2,4	...
A la vista y ahorro	7,9	-4,5	-4,0	-6,9	-7,6	-6,6	-5,2	-5,7	...
A plazo y preaviso	-19,7	51,9	40,1	69,5	90,4	104,3	96,5	86,8	...
Depósitos de AA. PP.	9,6	8,7	6,8	11,3	9,4	27,2	43,6	62,6	...
TOTAL	5,2	1,1	0,8	0,5	1,0	4,1	6,3	6,6	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	-2,5	-2,2	-3,4	-3,7	-2,9	-2,6	-2,4	...
Empresas no financieras	0,9	-3,4	-2,7	-4,6	-5,2	-4,0	-3,6	-3,2	...
Hogares - viviendas	1,0	-2,6	-2,4	-3,4	-3,3	-2,8	-2,5	-2,4	...
Hogares - otras finalidades	-0,6	-0,2	-0,4	0,0	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	...
Administraciones públicas	0,2	-3,4	-3,3	-4,6	-5,5	-2,9	-4,8	-3,6	...
TOTAL	0,7	-2,6	-2,3	-3,4	-3,8	-2,9	-2,7	-2,4	...
Tasa de morosidad (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,6	3,6	...

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. Dato fin del 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.

Ajuste del escenario macroeconómico portugués

En este artículo repasamos brevemente los principales factores que nos llevan a revisar ligeramente el escenario macroeconómico previsto para 2024 y 2025.

El principal cambio se deriva de un crecimiento del PIB en el 1T 2024 (0,8% intertrimestral, según la estimación del INE), 4 décimas superior al que pronosticamos a principios de año. Según el INE, el sólido comportamiento del 1T se apoya en la mejora de la demanda externa, gracias a un avance de las exportaciones del 1,6% intertrimestral, acompañado de una contracción de las importaciones del 0,6% intertrimestral.

Por su parte, el crecimiento de la demanda interna se desaceleró debido, sobre todo, a la caída de la inversión, mientras que el consumo privado se mantuvo dinámico, acelerándose respecto al 4T 2023. El hecho de que Semana Santa se haya concentrado este año en marzo también debería haber favorecido la actividad turística en el 1T.

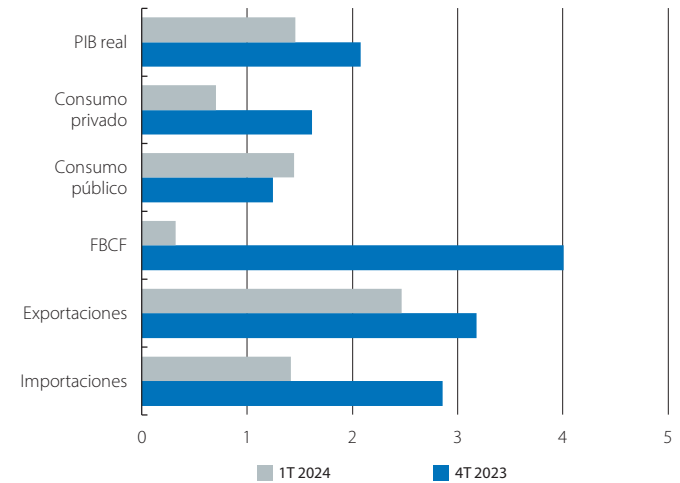
Los datos relativos al 2T son aún escasos, pero muestran un buen tono. Las ventas del comercio minorista aumentaron un 1,8% interanual en abril y, excluidos los carburantes, un 2,8%. Superaron en ambos casos el crecimiento medio interanual registrado en el 1T. El indicador de clima económico mejoró 1 décima en mayo, situándose en el 1,9%. En sentido contrario, el sentimiento de los consumidores retrocedió marginalmente en mayo, hasta los -17,6 puntos desde los -17,4 en abril.

Esperamos que en la segunda mitad del año la actividad vuelva a ganar dinamismo a medida que avance el proceso de desinflación y se relaje la política monetaria, lo que tendrá su reflejo en los costes de financiación y las expectativas de los agentes, así como en la demanda de los principales socios comerciales.

En términos de precios, revisamos levemente al alza la previsión de la inflación media en 2024 y 2025, retrasando así la llegada al 2% hasta 2026. Aunque esperamos que las presiones inflacionistas se vayan reduciendo gradualmente, no descartamos que puntualmente se produzca algún repunte, como vimos en marzo, cuando la tasa subyacente interrumpió la senda de 12 meses consecutivos de reducción. Hay meses donde los efectos base al alza pueden sentirse con más fuerza, como mayo, ya que este fue el mes en el que se aplicó la reducción del IVA para determinados alimentos en 2023.

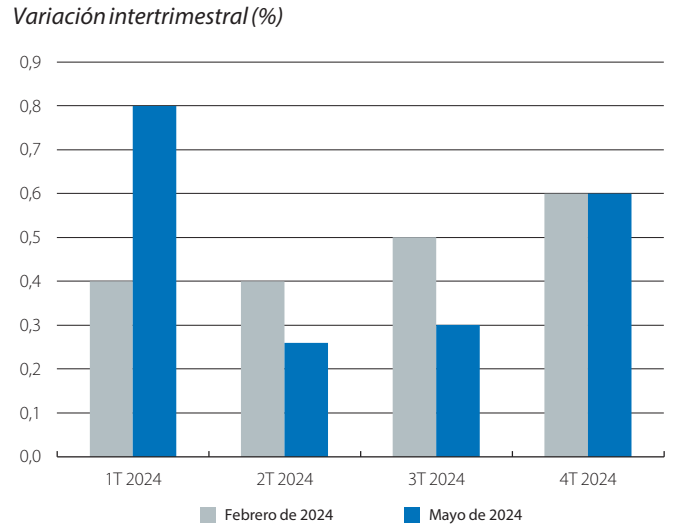
En las materias primas energéticas se observan comportamientos mixtos: por un lado, los precios del gas en los mercados internacionales están en niveles claramente inferiores a los de 2022-2023 y bastante estables, debido a un nivel de reservas superior a los promedios históricos; pero, por otro lado, el Brent ha registrado precios por encima de lo que pronosticábamos a principios de año. Aunque en los últimos meses la relación

Portugal: PIB y componentes de la demanda Variación interanual (%)



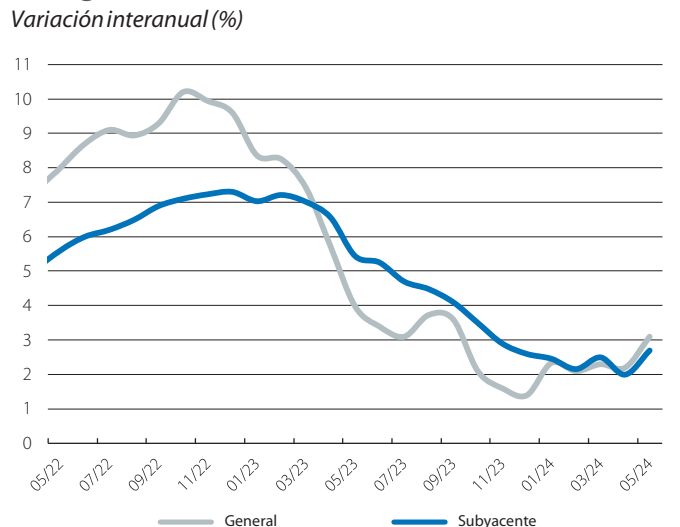
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: previsión del PIB Variación intertrimestral (%)



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

Portugal: IPC Variación interanual (%)



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

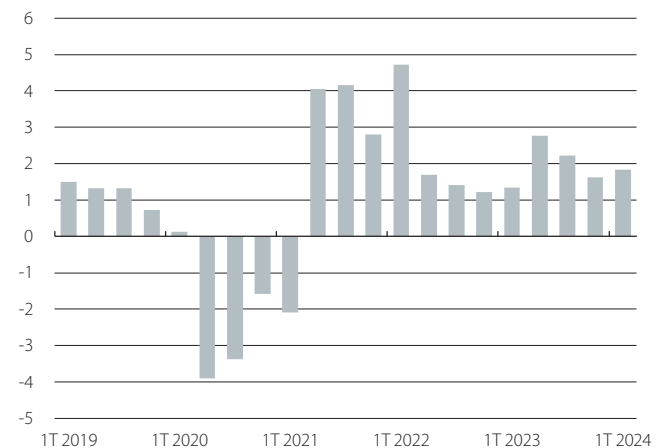
entre oferta y demanda de crudo no parece tensionada, los problemas geopolíticos desencadenados por la guerra entre Israel y Hamás tienen un importante potencial disruptivo en el precio del crudo: Irán es el cuarto productor de la OPEP y más del 30% del crudo exportado por mar pasa por el estrecho de Ormuz y Bab el-Mandeb. Cabe destacar la persistencia de la inflación en los servicios, que pesan más del 40% en el índice general y que de media en los cuatro primeros meses de 2024 se sitúa por encima del 4% interanual. En resumen, nuestra ligera revisión al alza de la inflación refleja la revisión también al alza de los precios del Brent y, aunque la incertidumbre sigue siendo considerable, estimamos que la normalización gradual será la tendencia dominante.

En relación con el mercado laboral, el ajuste en las previsiones es leve, apenas un aumento de la tasa de desempleo de 1 décima en 2024 hasta el 6,8%. Esta revisión se debe al crecimiento más significativo de la población activa en el 1T respecto a lo previsto inicialmente. El mercado laboral sigue comportándose positivamente, como se refleja en el récord de ocupados a finales de marzo (más de 5 millones), en el aumento de los salarios a un ritmo algo superior al de la inflación desde marzo de 2023 y en el hecho de que el sector que creó más empleo en el 1T 2024 (construcción civil) es procíclico e intensivo en mano de obra. Sin embargo, la desaceleración de la economía respecto al año anterior, combinada con saldos migratorios positivos y ofertas de empleo por debajo del máximo (aunque aún elevadas), debería traducirse en una menor capacidad de absorción de trabajadores.

Finalmente, revisamos al alza la previsión del índice de precios de la vivienda para 2024 y 2025. En la estimación anterior aún no disponíamos de los datos correspondientes al último trimestre de 2023, que han resultado ser superiores a lo proyectado, provocando un mayor efecto arrastre que explica en parte la revisión al alza para 2024 (del 3,5% al 4,3%). Pero más relevantes son los datos que ya tenemos de principios de este año: en promedio, los precios subieron un 0,7% mensual en cada uno de los tres primeros meses del año, mientras que el número de transacciones inmobiliarias crecieron en el trimestre, tanto en términos intertrimestrales como interanuales. Por su parte, el precio a partir de las tasaciones bancarias publicado por el INE registró en marzo el incremento mensual más significativo desde enero de 2023 (+1,28% hasta 1.580 euros por metro cuadrado). Este comportamiento reflejaría un mercado que sigue siendo muy resiliente en un contexto de mantenimiento de una oferta limitada y una demanda dinámica.

Portugal: crecimiento del empleo

Variación interanual (%)

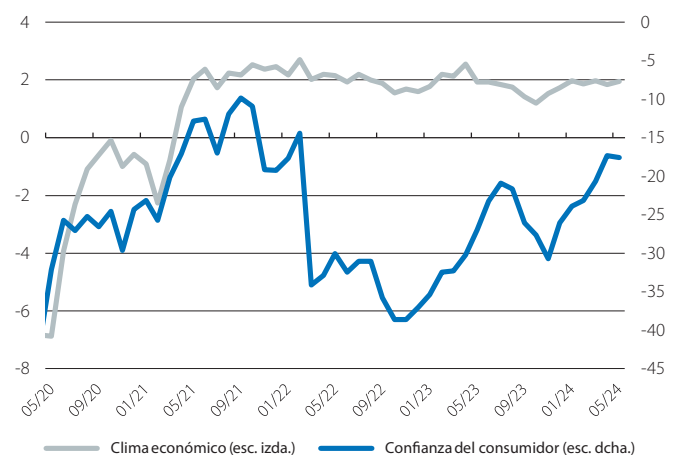


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: confianza del consumidor y clima económico

Variación interanual (%)

(p. p.)



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

Portugal: nuevo escenario macroeconómico

	2023	2024	2025
PIB			
Mayo 2024	2,3	1,7	2,3
Febrero 2024	2,3	1,6	2,3
Inflación			
Mayo 2024	4,3	2,5	2,1
Febrero 2024	4,3	2,3	2,0
Precio de la vivienda			
Mayo 2024	8,2	4,3	2,4
Febrero 2024	8,2	3,5	2,0
Tasa de paro			
Mayo 2024	6,5	6,8	6,5
Febrero 2024	6,5	6,7	6,5

Fuente: CaixaBank Research, a partir de previsiones propias.

Turismo en Portugal: balance de 2023 y arranque de 2024

En 2023, el sector turístico en Portugal continuó su trayectoria de recuperación, superando expectativas y estableciendo nuevos récords en varios parámetros. Para 2024, esperamos que se mantenga este buen desempeño, aunque a un ritmo más cercano a la velocidad de crucero.

Varios récords establecidos en 2023

Es difícil señalar una métrica en la que no se superaran niveles históricos el año pasado. Comenzando con el número de pernoctaciones, que alcanzaron los 77,1 millones, y de huéspedes, que superaron los 30 millones. Esta última cifra es aproximadamente el doble del registro de hace 10 años y demuestra el fuerte crecimiento del sector.

Portugal ha sido uno de los destinos con mayor capacidad para recuperar el nivel de turistas internacionales previo a la pandemia. Este buen desempeño en 2023 también se vio influenciado por factores como la buena dinámica del mercado emisor de EE. UU. y eventos puntuales como las Jornadas Mundiales de la Juventud.

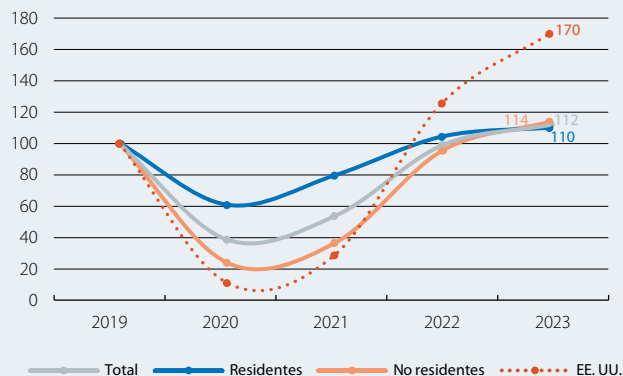
El avance de las pernoctaciones fue más intenso entre los turistas no residentes (+15%) que entre los residentes (+2%), volviendo a los patrones anteriores a la pandemia (70% de las pernoctaciones correspondieron a no residentes y 30% a residentes). Los huéspedes residentes superaron el nivel prepandemia en un 10% (ya lo habían hecho en 2022 en un 4%) y los no residentes lo hicieron por primera vez en un 14%.

Dentro de los no residentes, destaca el extraordinario ejercicio del mercado emisor de EE. UU., con un aumento del 70% sobre el nivel prepandemia, convirtiéndose en el tercer mercado emisor más voluminoso.¹ Por tipología, casi el 82% de las pernoctaciones se realizaron en hoteles, si bien las pernoctaciones en alquileres turísticos registraron el mayor crecimiento interanual (+16% frente al 10% en hoteles y 11% en turismo rural). Por regiones, el crecimiento de las pernoctaciones más intenso fue en el Norte (+15%) y en el Área Metropolitana de Lisboa (+13%). Destaca que en el Algarve las pernoctaciones de residentes disminuyeron tanto en comparación con el periodo prepandemia (-6%) como con 2022 (-7%), posiblemente debido a factores de precio² y competencia con destinos similares y geográficamente cercanos en el sur de España.

Estas cifras se tradujeron en unos ingresos totales en los establecimientos de alojamiento turístico de 6.000 millones de euros, lo que supone un crecimiento nominal del +20,1% respecto a 2022, también evidente en términos reales (la inflación global media anual en 2023 fue del 4,3% y la inflación de los servicios de alojamiento fue del 17,2%). En la balanza de pagos, el saldo del turismo en 2023 creció un 20,7%, con un superávit del 7,1% del PIB. Sin embargo, es curioso notar que en el trimestre turístico más

Portugal: número de huéspedes (residentes vs. no residentes)

Nivel (100 = 2019)



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

fuerte (el tercero), el crecimiento interanual de las importaciones de turismo fue más intenso que el de las exportaciones, ya que los viajes de los portugueses al extranjero crecieron un 30,3% interanual en el 3T 2023, frente a una caída del 3,1% en los viajes dentro del país. Aunque los viajes interiores de los portugueses siguen siendo mayoría (86% de todos los viajes de los residentes), el crecimiento de los viajes al extranjero en 2023 (21,5%) fue superior al de los viajes internos (2,4%). Los principales destinos de los viajes al extranjero fueron España (41,6%), Francia (10,1%) e Italia (6,9%).

2024 comienza tímidamente, aunque las vacaciones de Semana Santa han ayudado

En el 1T 2024, se produjo un crecimiento tanto en el número de turistas como en el de pernoctaciones en comparación con el mismo trimestre de 2023 (+7,7% y +7,1%, respectivamente), ritmos muy notables considerando que la base de comparación es un excepcional 2023. No obstante, estos datos encubren algunas variaciones en los primeros tres meses del año, como puede apreciarse en el cuarto gráfico, que muestra la variación de las pernoctaciones en cada uno de los tres primeros meses del año en comparación con el mismo mes del año anterior. En enero, el desempeño fue muy modesto, incluso cayendo en comparación con enero de 2023 (-0,3%), con una caída más marcada en las pernoctaciones de residentes (-3%). El desempeño fue mejorando a lo largo del trimestre, y en marzo tanto las pernoctaciones de residentes como de no residentes crecieron más del 10% interanual. Parte de este buen ejercicio se debió al efecto del periodo de vacaciones asociado a la Pascua: este año el periodo festivo se repartió entre marzo y abril, mientras que en 2023 ocurrió solo en abril. Naturalmente, esto se tradujo en una menor tasa de ocupación de camas en enero (y aún en febrero), recuperando en marzo el registro más alto de la serie en dicho mes (42%).

1. Véase el Focus «El amigo americano: el boom del turismo procedente de EE. UU. en Portugal» en el IM07/2023.

2. En agosto de 2023 alcanzó un RevPAR histórico de 157,9 euros.

Portugal: viajes mensuales de los portugueses por destino

(Miles)

Mes	Total (n.º)			Dentro de Portugal (n.º)			Al extranjero (n.º)		
	2019	2022	2023	2019	2022	2023	2019	2022	2023
Total	24.463	22.627	23.668	21.363	19.969	20.440	3.100	2.657	3.228
Enero	1.501	1.373	1.570	1.313	1.275	1.423	188	97	148
Febrero	1.539	1.538	1.781	1.363	1.401	1.529	176	137	252
Marzo	1.634	1.431	1.502	1.422	1.261	1.352	212	170	150
Abril	2.060	1.972	2.177	1.739	1.666	1.873	321	306	304
Mayo	1.539	1.456	1.546	1.356	1.282	1.334	184	174	212
Junio	2.001	1.901	1.933	1.677	1.641	1.636	323	260	297
Julio	2.607	2.565	2.523	2.304	2.294	2.192	303	271	330
Agosto	4.122	3.614	3.685	3.595	3.206	3.136	527	408	548
Septiembre	1.939	1.778	1.806	1.705	1.549	1.502	234	229	305
Octubre	1.443	1.270	1.297	1.278	1.103	1.130	165	167	166
Noviembre	1.555	1.350	1.266	1.365	1.188	1.080	190	161	187
Diciembre	2.524	2.381	2.583	2.246	2.103	2.252	278	278	331

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

Por regiones y en volumen, el Norte y el Algarve presentan el mayor aumento de pernoctaciones en el 1T 2024 respecto al mismo periodo del año anterior. En términos de variación, destacan la región del Oeste y Valle del Tajo (+23%), el Norte (+10%) y el Centro (+10%). Por mercado emisor, el mayor crecimiento se da en orígenes con bajos pesos en el total, subrayando la creciente diversificación del turismo portugués. Con un crecimiento de huéspedes superior al 20% en comparación con el 1T 2023, destacan Irlanda (23%), Dinamarca (25%), Polonia (26%) y Canadá (30%). Por el lado más negativo destaca la caída en uno de los mercados emisores más representativo, Francia (-71%). En volumen, EE. UU. sigue destacando con 41.600 turistas más.

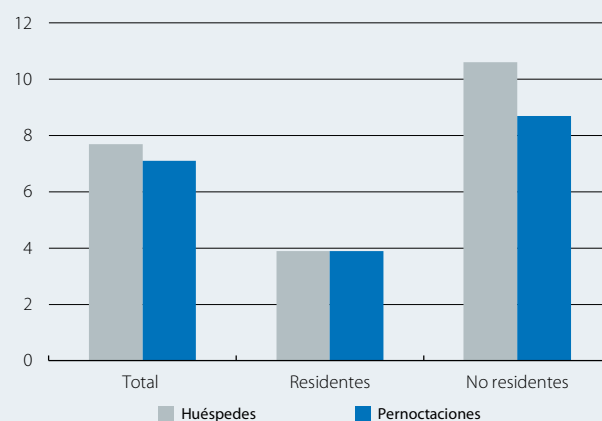
En general, los datos del 1T están en línea con nuestras perspectivas de la evolución del turismo en 2024, con un aumento esperado de turistas en torno al 5%. El efecto rebote de recuperación pospandemia se va agotando, el uso de la capacidad aeroportuaria instalada se va aproximando al límite y se percibe una cierta cautela por parte de los viajeros de los mercados europeos centrales, más cercanos al conflicto en Ucrania. Por otro lado, el escenario macroeconómico central, que descarta la recesión en la eurozona (principales mercados emisores de turistas para Portugal), seguirá apoyando el crecimiento del sector en el país gracias a cierta recuperación del poder adquisitivo derivado del crecimiento salarial, la reducción de la inflación y los tipos de interés. Ya en el 2T 2024, en abril, el número de vuelos en los aeropuertos nacionales continúa superando los registros del año pasado, lo cual es un buen indicativo para los próximos tiempos.

En resumen, aunque estos primeros datos del año están en línea con nuestras previsiones, queda por ver si la fuerte tendencia de marzo se mantendrá o si prevalecerá el modesto desempeño de enero y febrero.

Tiago Belejo Correia

Portugal: número de huéspedes y pernoctaciones

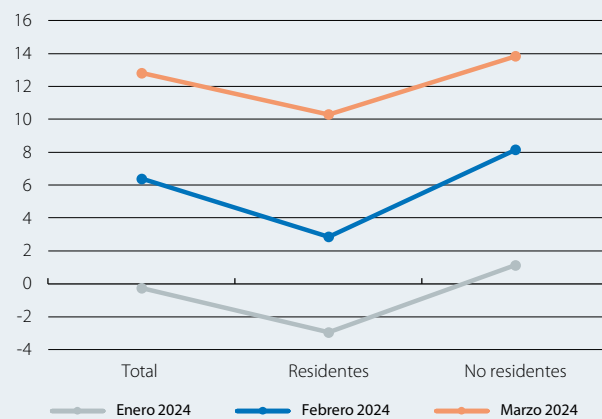
Variación 1T 2024 vs. 1T 2023 (%)



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

Portugal: número de pernoctaciones

Variación respecto al mismo mes de 2023 (%)



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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Índice coincidente de actividad	5,7	3,2	3,6	3,3	2,6	2,1	2,0	1,9	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,8	-3,1	-5,4	-4,5	-3,5	1,4	4,0	5,2	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,4	-7,4	-5,9	-9,0	-9,3	-7,9	-7,1	-6,8	-6,8
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,2	6,0	1,4	9,7	2,3	-23,1	-42,2	...	...
Compraventa de viviendas	1,3	-18,7	-22,9	-18,9	-11,4	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	13,8	9,1	9,1	8,1	6,4	5,9	6,5	7,0	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	52,6	24,9	19,1	13,1	13,1	11,0	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	15,2	7,6	12,4	5,8	1,7	6,3	7,0	6,4	5,0
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,5	1,1	1,8	0,6	0,6	1,9	2,2	0,5	...
Indicador coincidente del consumo privado	3,9	2,4	2,7	2,7	2,1	2,1	2,2	2,5	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-29,4	-22,8	-27,2	-24,6	-22,6	-20,4	-18,5
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	2,0	2,8	2,2	1,6	1,8	2,2	1,5	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,2	6,5	6,1	6,1	6,6	6,8	6,4	6,3	...
PIB	6,8	2,3	2,6	1,9	2,1	1,5	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
General	7,8	4,4	4,4	3,5	1,7	2,2	2,3	2,2	3,1
Subyacente	5,6	5,1	5,7	4,4	3,0	2,3	2,5	2,0	2,7

Sector exterior

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	23,2	-1,1	11,8	3,0	-1,1	-5,0	-5,0	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	31,7	-4,2	12,5	1,1	-4,2	-7,5	-7,5	...	...
Saldo corriente	-2,8	3,6	1,5	4,1	3,6	5,1	5,1	...	...
Bienes y servicios	-4,7	3,3	-0,3	2,1	3,3	4,6	4,6	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,9	0,4	1,9	2,0	0,4	0,5	0,5	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-0,5	7,2	4,5	7,3	7,2	8,8	8,8	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	03/24	04/24	05/24
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	6,4	-2,3	-2,1	-2,6	-2,3	2,7	2,7	3,5	...
A la vista y ahorro	7,3	-14,8	-9,0	-9,4	-14,8	-11,2	-11,2	-10,3	...
A plazo y preaviso	5,2	14,8	7,5	6,9	14,8	20,2	20,2	20,9	...
Depósitos de AA. PP.	12,4	-12,4	1,4	5,5	-12,4	9,1	9,1	3,6	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,0	-2,4	-2,6	2,9	2,9	3,5	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	1,7	-1,5	-1,2	-1,8	-1,5	-0,8	-0,8	-0,6	...
Empresas no financieras	-0,6	-2,1	-3,5	-3,5	-2,1	-1,9	-1,9	-1,9	...
Hogares - viviendas	3,2	-1,5	0,1	-0,9	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	...
Hogares - otras finalidades	2,9	0,2	0,4	-0,8	0,2	2,0	2,0	2,5	...
Administraciones públicas	-2,7	-5,5	0,6	-1,4	-5,5	5,9	5,9	-1,4	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,1	-1,8	-1,7	-0,6	-0,6	-0,6	...
Tasa de morosidad (%)²	3,0	2,7	3,1	2,9	2,7	...	-	-	-

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

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

Momento Europa: es hora de reforzar nuestra competitividad

Los años de elecciones europeas que marcan la renovación de las principales instituciones comunitarias son el periodo ideal para reflexionar sobre las fortalezas y debilidades del mercado único a nivel económico y los retos que se avecinan. De esto trata este Dossier del *Informe Mensual*. En particular, uno de los temas que está cogiendo más envergadura en el debate de políticas públicas es el de la competitividad, en un contexto muy específico de recomposición de las cadenas de valor global, pujanza china y auge de las transiciones energética y digital. En otras palabras, hablamos del grado en el que la economía europea es capaz de producir bienes y servicios atractivos, al tiempo que mantiene y expande los niveles de bienestar de sus ciudadanos a largo plazo. Los determinantes son un conjunto de instituciones, políticas y factores que están interrelacionados e incluyen elementos como el capital humano, el grado de innovación incorporado en los productos y servicios que generan sus empresas, la eficiencia de los procesos productivos y organizativos de estas empresas, y otros muchos. ¿En cuáles de ellos la UE va bien y en cuáles flaquea?

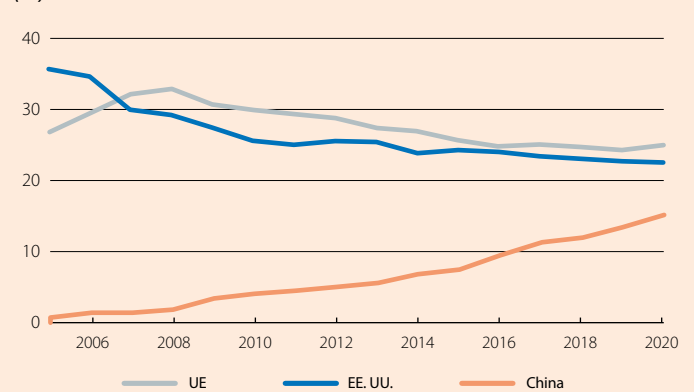
Para ordenar ideas y acotar el debate, la Comisión Europea ha publicado un revelador análisis que arroja un poco de luz sobre este complejo asunto.¹ En él identifica los nueve grandes pilares que determinan la competitividad de Europa y analiza la posición de la economía europea en cada uno de ellos.

El análisis muestra que la UE está progresando adecuadamente y está en una posición relativamente confortable en las siguientes tres dimensiones: reducción de las barreras regulatorias que dificultan un funcionamiento operativo del mercado único, energía y comercio internacional. El caso de la energía es especialmente destacado gracias a la pujanza de las energías renovables, las cuales ya representan el 23% de la generación de energía en la UE, con miras al objetivo del 45% marcado para 2030. Si observamos (véase el primer gráfico) el peso de la UE sobre el total global de patentes relacionadas con las tecnologías verdes, mantenemos el liderazgo, a pesar de la pérdida de peso en los últimos años por la explosión de China. El liderazgo europeo se sustenta en la innovación relacionada con la energía eólica, donde la UE tenía en 2020 el 62% del total de patentes, mientras que en lo tocante a patentes en energía solar China ya había alcanzado a la UE-27. A pesar de la valoración relativamente positiva en el terreno energético, no podemos dormirnos en los laureles: en un mundo en continua transformación, la UE se enfrenta al reto hercúleo de electrificar de forma generalizada su demanda de energía, lo que requerirá de inversiones elevadas y la necesidad de reformular el diseño del mercado eléctrico europeo para conectar los nuevos centros de producción de energía limpia con los centros de consumo. En cuanto al comercio internacional, se pone en valor que la UE es el mayor exportador global (con el 16% de las importaciones de todos los países, ligeramente por encima de China y claramente superior a EE. UU.), siendo especialmente fuerte en servicios y productos de alta tecnología.

Antes de pasar a las cuatro áreas donde es imprescindible mejorar, cabe mencionar que hay dos pilares con una valoración más neutra donde la economía europea muestra visos de mejora, y que suponen un reto importante que afrontar. Hablamos, concretamente, de las inversiones públicas y de la economía circular. En inversión pública, la posición de partida es que el programa Next Generation está siendo positivo para movilizar inversiones y que el nivel de inversión pública en la UE (3,3% del PIB) es similar al de EE. UU. De cara a futuro, hay que enfatizar que si se quieren culminar con éxito las transiciones digital y energética será fundamental la labor de acompañamiento de la inversión pública a la privada; es un tema tanto de cantidades como de calidad del *mix* inversor para que la digitalización y la descarbonización alumbren unos sectores económicos europeos más pujantes, y aquí el papel de la UE para coordinar y agilizar las grandes inversiones transfronterizas y velar por que los sectores productivos se transformen sin perder competitividad será esencial. En economía circular se está progresando de forma paulatina en un uso más eficiente y sostenible de las materias primas y nos encontramos a medio camino de los objetivos marcados para 2030.

Finalmente, las cuatro dimensiones donde hay mayor margen de mejora son la digitalización, el acceso a capital privado, la investigación e innovación y el capital humano. En cuanto a la digitalización, un simple dato es revelador: el peso a nivel global de la UE en el mercado de las tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) ha pasado del 21,8% en 2013 al 11,3% en 2022 (véase el segundo gráfico), mientras que en EE. UU. ha pasado del 26,8% al 36,0% en el mismo periodo. Si pasamos a analizar el peso de la UE a nivel global de las patentes relacionadas con el ámbito digital, este cayó en 4 p. p. entre 2015 y 2020 hasta el 21% del total, una senda descendente similar a la de EE. UU. Se observa que en tecnologías de manufacturas y el Internet de las cosas la UE ha mantenido su fortaleza, pero ha perdido comba en la industria robótica a expensas de China. Finalmente, el uso de la inteligencia artificial (IA), una

Cuota sobre el total mundial de patentes en tecnologías relacionadas con la transición verde (%)



Fuente: Comisión Europea, «European Monitor of Industrial Ecosystems 2023».

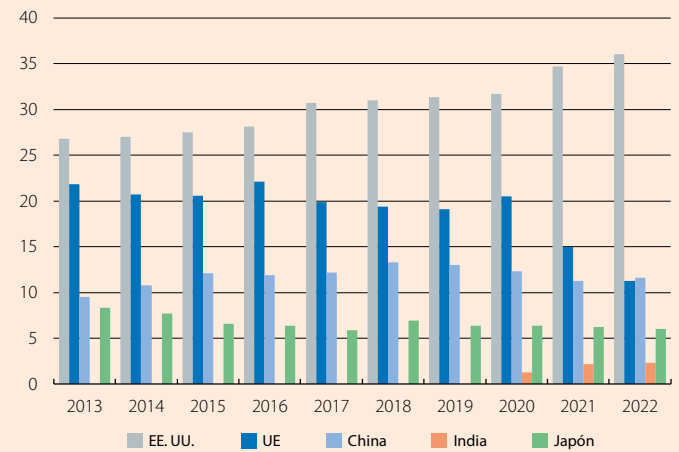
1. Véase «The 2024 Annual Single Market and Competitiveness Report» de la Comisión Europea publicado en febrero de 2024.

tecnología nueva con un potencial disruptivo enorme tal y como se explica en el siguiente artículo del Dossier,² es todavía bajo: lo usan el 9% de las pymes europeas y el 30% de las grandes empresas.³ Para enderezar la situación en el ámbito digital, en su informe sobre el mercado único, Enrico Letta⁴ propone establecer un mercado único para las telecomunicaciones que permita el florecimiento de operadores paneuropeos y un marco regulatorio común para potenciar tecnologías como el 5G y reducir la dependencia europea de servicios digitales de países terceros.

En cuanto al acceso a capital privado,⁵ es un talón de Aquiles del mercado comunitario, una carencia que no nos podemos permitir si queremos que la inversión privada despegue. En este sentido, la Comisión enfatiza que el tamaño y la capilaridad de los mercados de capitales de la UE es claramente insuficiente para apoyar al crecimiento a medio plazo. Sin ir más lejos, la capitalización del mercado bursátil de la UE es, en porcentaje del PIB, menos de la mitad del estadounidense a pesar del mayor nivel de ahorro en Europa. Y el capital riesgo, que permite prosperar a empresas innovadoras con limitaciones de acceso a financiación externa, es del 0,09% del PIB, palideciendo en comparación con EE. UU. (0,75%) o China (0,58%). En su informe sobre el mercado único, Enrico Letta también ha alzado la voz de alarma sobre la falta de un mercado de capitales en Europa y ha puesto sobre la mesa propuestas audaces como lanzar un producto financiero a nivel europeo de ahorro a largo plazo para estimular inversiones minoristas y crear un activo libre de riesgo europeo para asegurar la estabilidad y la homogeneidad del mercado financiero comunitario.

Cuotas de mercado en tecnologías TIC

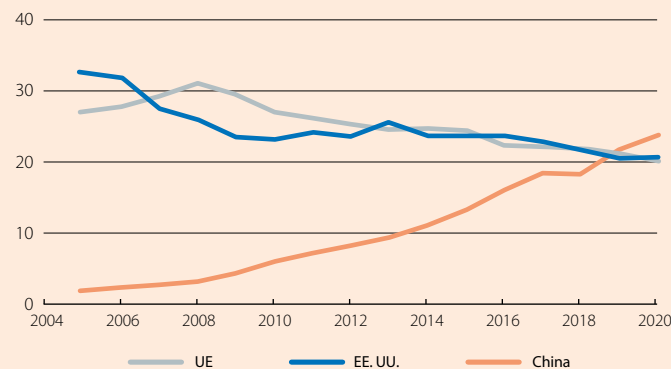
(% del total)



Fuente: Information and Communication Technology Statistics and Facts (market.us).

Cuota sobre el total mundial de patentes en tecnologías digitales

(%)



Fuente: Comisión Europea, «European Monitor of Industrial Ecosystems 2023».

Finalmente, dos breves comentarios sobre innovación y capital humano. La inversión total (pública y privada) en innovación en la UE es del 2,2% del PIB, muy por debajo de la de EE. UU. (3,4%) y con una elevada heterogeneidad por regiones que dificulta su difusión por todo el continente. Aquí la UE puede impulsar políticas e instrumentos para potenciar sinergias entre sectores empresariales e instituciones académicas para una mejor difusión de la innovación y para apoyar a las *start-ups* y *scale-ups*.⁶

En capital humano, el retroceso educativo generalizado de los países europeos en el informe PISA ha provocado sudores fríos plenamente justificados. El momento es delicado, puesto que no sabemos cómo evolucionarán las necesidades educativas ante los acelerados y continuos cambios en la tecnología. La formación continua es clave, pero actualmente solo 1 de cada 3 adultos en la UE participa en actividades de formación cada año. Los problemas para atraer personal cualificado plenamente preparado en las competencias digitales y verdes (los llamados mirlos blancos) estarán a la orden del día, pero la baja movilidad laboral en Europa no ayuda.⁷

En definitiva, la UE se enfrenta a un triple desafío: (i) cómo incorporar de manera exitosa las nuevas tecnologías, con mención especial a la IA, para aumentar su crecimiento potencial y al mismo tiempo mitigar las disrupciones en el mercado laboral que eviten el auge del neoludismo; (ii) cómo potenciar la inversión y mejorar la productividad en un contexto de elevada heterogeneidad entre países y elevadas necesidades de inversión,⁸ y (iii) cómo alcanzar una verdadera integración de sus mercados de capitales que permita financiar estas inversiones. Estos son precisamente los temas que se tratan en profundidad en los tres artículos siguientes del Dossier. ¡Pasen y lean!

Javier García-Arenas

2. Véase el artículo «[Inteligencia artificial: retos y oportunidades para Europa](#)» en este mismo Dossier para un análisis en profundidad.

3. Datos de Digital Decade Report (2023) de la Comisión Europea con datos de 2022. Estos porcentajes de adopción parecería que son algo superiores a las tasas de adopción en EE. UU. Según la National Science Foundation, en 2022 un 25% de las grandes empresas y un 4% de las pymes estadounidenses habían adoptado la IA.

4. Véase Letta, E. (2024), «Much more than a market: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens», Comisión Europea.

5. Véase el artículo «[¿Por qué Europa necesita una Unión del Mercado de Capitales?](#)» en este mismo Dossier para un análisis en profundidad.

6. Empresas que han crecido durante tres años consecutivos a un ritmo superior al 20% en facturación y número de empleos.

7. Solo el 3,8% de los trabajadores nacidos en la UE trabajan en una economía europea distinta de la que nacieron y solo el 17% de los ciudadanos de la UE han vivido o trabajado en algún momento de su vida en un país distinto del suyo.

8. Véase el artículo «[El crecimiento de la productividad en Europa: bajo, desigual y en desaceleración](#)» en este mismo Dossier.

Inteligencia artificial: retos y oportunidades para Europa

¿Qué es la inteligencia artificial generativa y por qué es importante para la productividad?

La inteligencia artificial generativa (IA) es una de las tecnologías más disruptivas y prometedoras de nuestro tiempo. Su capacidad para crear, imitar y mejorar contenidos de todo tipo la convierte en una tecnología de utilidad general (*general purpose technology*, GPT) con un potencial de transformación económica y social comparable al de la electricidad o la informática. Su impacto potencial y cómo utilizarla de la mejor forma posible, un reto mayúsculo para Europa y para el mundo entero, es lo que tratamos en este artículo.

La capacidad transformadora de una GPT deriva de su carácter transversal y por afectar a un amplio número de tareas en muchos sectores y actividades, por su potencial de crecimiento continuo y por facilitar el desarrollo de otras tecnologías y procesos. La IA, además, tiene la particularidad de ser una GPT muy accesible y adaptable, ya que no requiere de grandes conocimientos para su uso y la infraestructura de la que precisa ya existe (al menos en los países desarrollados). Así, aunque en la Europa pre-ChatGPT solo un 10% de las empresas utilizaban IA, es de esperar que este porcentaje aumente de forma muy sustancial en los próximos años (el objetivo es llegar al 75% en 2030 según la Estrategia Digital Europea). Esto implica que el impacto de la IA sobre la productividad se puede materializar en un plazo mucho más corto que lo experimentado en ocasiones anteriores, es decir, en años, en lugar de décadas.

¿Qué sabemos de momento sobre el impacto de la IA? Los primeros estudios empíricos disponibles tienen un espectro microeconómico y se refieren a ocupaciones concretas, pero ya muestran que la IA tiene un potencial muy elevado para aumentar la productividad del trabajador. Por ejemplo, en un experimento controlado, se encuentra que el tiempo empleado para realizar una tarea que exige redactar un texto disminuye alrededor de un 40% en los trabajadores que usaron ChatGPT.¹ También se ha estimado que la productividad de un centro de atención al cliente (*contact center*), medida por el número de problemas resueltos por hora, aumentó un 14% gracias al impacto de la IA en los trabajadores con menos experiencia, aunque el impacto no fue significativo en los trabajadores más experimentados.² Un elemento que emerge de estos estudios es, pues, que las mejoras de productividad son mayores para aquellos trabajadores que parten con un menor nivel de productividad, porque la IA potencia sus habilidades y les permite transitar más rápidamente la curva de aprendizaje.

IA y mercado laboral: impacto, experiencias pasadas y marco institucional

Más allá de estos primeros resultados, el impacto de la IA en el mercado laboral es aún incierto. Por una parte, hay que tener en cuenta el efecto sobre las ocupaciones existentes actualmente, que dependerá en cada una de ellas de: (i) el grado de solapamiento entre las capacidades de las aplicaciones de IA y las tareas que realiza el trabajador, y (ii) el grado de protección del puesto de trabajo (por cuestiones técnicas, legales, éticas, etc.). Así, se pueden distinguir tres tipos de ocupaciones:

1. Alta exposición, alta protección. El potencial técnico de la IA es elevado, pero también lo es el grado de protección del puesto de trabajo. En estos casos, la IA tenderá a aumentar las capacidades de los trabajadores. Ejemplo: jueces, médicos, etc.
2. Alta exposición, baja protección. Elevado potencial técnico de la IA y bajo nivel de protección. En estos casos, aunque la IA puede aumentar las capacidades de los trabajadores, también puede llegar a sustituirlos. Ejemplo: teleoperadores.
3. Baja exposición, bajo potencial técnico de la IA. Estas ocupaciones no se verían afectadas por la IA de manera generalizada. Ejemplo: artistas y trabajadores del mundo del espectáculo.

Según un estudio del FMI,³ en las economías avanzadas, entre las que se incluyen lógicamente las economías europeas, las primeras dos categorías representan un 60% del empleo actual, repartidas en partes aproximadamente iguales. Este porcentaje es inferior en las economías emergentes, donde representa menos del 40%. Debido a la transversalidad de la IA, se estima que las ocupaciones potencialmente sustituibles son tanto cualificadas como no cualificadas y afectan a trabajadores de todos los niveles de ingresos. En cambio, las ocupaciones con baja sustituibilidad tienden a concentrarse en niveles de renta altos.

1. Véase Noy, S. y Zhang, W., 2023. «Experimental evidence on the productivity effects of generative artificial intelligence», SSRN 4375283.

2. Véase Brynjolfsson, E., Danielle Li y Lindsey R. Raymond, 2023, «Generative AI at work», NBER Working Paper 31161.

3. Véase FMI, 2024, «Gen-AI: Artificial Intelligence and the Future of Work».

En cualquier caso, es difícil anticipar de forma precisa cuál puede ser el efecto sobre el empleo en una determinada ocupación. En las ocupaciones de alta exposición a la IA y alta protección, el incremento de la productividad de estos trabajadores disminuiría el número de empleados necesario para un determinado nivel de producción. Pero si la demanda de los bienes o servicios producidos por este tipo de trabajadores aumenta lo suficiente, el número de ocupados en estas categorías puede aumentar (la demanda debería subir, porque el coste de estos bienes y servicios caería gracias al aumento de la productividad). Por ejemplo, ¿aumentará el número de cirujanos si estos se vuelven más productivos con la IA? No sería necesario para hacer el mismo número de intervenciones, pero seguro que aumentaría la demanda de intervenciones (algunas que ahora están en lista de espera, por demanda insatisfecha porque actualmente son demasiado caras, como las estéticas; algunas porque los avances de la IA permitirán que más patologías sean «operables», etc.). En función del efecto que domine, habrá un descenso o un aumento del número de cirujanos.

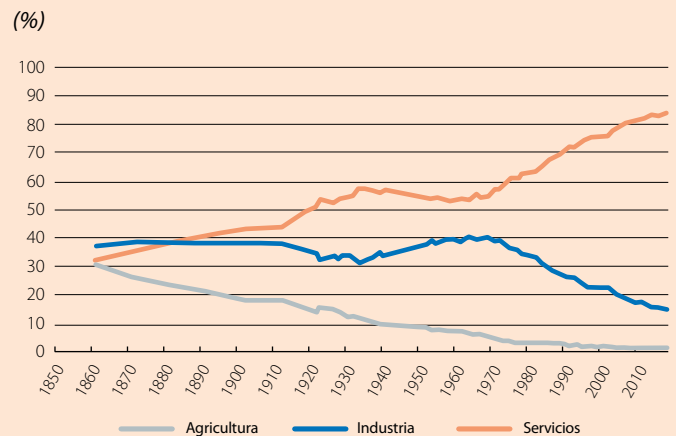
Los mismos efectos, aunque con distinta intensidad, están en juego en las ocupaciones de alta exposición y baja protección. ¿Se reducirá el número de empleados en *contact centers* de atención al cliente? Aunque en principio se podría intuir que sí, si buena parte de este trabajo lo puede hacer la IA, algunas empresas también pueden optar por contratar a más personas para llevar a cabo estas tareas, ya que pueden ser mucho más productivas con la ayuda de la IA. Al fin y al cabo, dependerá de si la empresa utiliza la IA básicamente para sustituir lo que venía haciendo un humano o si la utiliza para ampliar y mejorar el servicio. En este segundo caso, podría incluso llegar a aumentar el número de trabajadores que ofrecen atención al cliente de forma remota.

Además, se deben tener en cuenta las nuevas ocupaciones que surgirán gracias a la IA, tales como ingeniero de *prompts*, auditor de algoritmos, expertos en normativa legal o ética de la IA, etc.

En última instancia, el impacto agregado de la IA dependerá de (i) el balance entre puestos de trabajo complementados y sustituidos por la IA; (ii) las ganancias de productividad agregadas, que impulsarán los niveles de renta y, con ello, un incremento generalizado de la demanda de bienes y servicios que requerirán trabajadores, y (iii) las nuevas ocupaciones que surjan gracias a la IA, ya sea directamente o por la aparición de nuevos productos, servicios o modelos de negocio.

Aunque esta vez puede ser diferente, el impacto que han tenido en el mercado laboral en el pasado los procesos de cambio tecnológico disruptivos, como fueron la Revolución Industrial en el siglo XIX o la introducción de los ordenadores hace 40 años, pueden arrojar algunas pistas. Así, a pesar del rápido cambio tecnológico de los últimos 150 años, la tasa de empleo no ha cambiado de forma significativa en las economías desarrolladas. En general, el empleo se ha movido de los sectores más automatizados a nuevos sectores creados por la tecnología y a sectores menos automatizados. En la Revolución Industrial, por ejemplo, se destruyó mucho empleo en la agricultura, pero se creó mucho en la industria, tal y como recoge el gráfico. Una de las enseñanzas más potentes que nos dejan los procesos de cambio tecnológico es que la diseminación por toda la sociedad de las oportunidades que genera el progreso técnico depende de las instituciones. Si estas son flexibles y dinámicas, facilitarán la aparición de nuevos sectores y ocupaciones que saquen el máximo provecho de la nueva tecnología y acolchen los efectos negativos sobre las ocupaciones más expuestas.

Proporción de trabajadores por sector: Reino Unido



Fuente: J. Pijoan-Mas (2017). «Cambio tecnológico y el futuro del empleo».

Los retos para la política económica y las instituciones en general son mayúsculos, y abarcan ámbitos que van desde la educación (¿qué tipo de formación necesitamos para prepararnos para la era de la IA?), pasando por la competencia y la innovación (la IA ofrece oportunidades para la innovación, pero entraña riesgos, como la concentración de mercado), hasta la desigualdad (¿cómo podemos proteger a los segmentos de la población que sufran los efectos negativos de la IA sobre los niveles de remuneración y el empleo?). No cabe duda de que las políticas públicas europeas deberán, como mínimo, impulsar la adaptación del sistema educativo a la IA; gestionar los costes derivados de la posible destrucción de empleos, a través de políticas activas de empleo; asegurar la «autonomía estratégica» europea en infraestructuras que apoyen el desarrollo de la IA, y desarrollar un marco normativo que ofrezca seguridad jurídica en este ámbito.

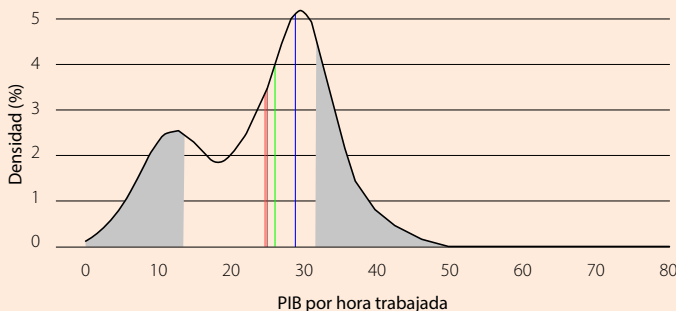
CaixaBank Research

El crecimiento de la productividad en Europa: bajo, desigual y en desaceleración

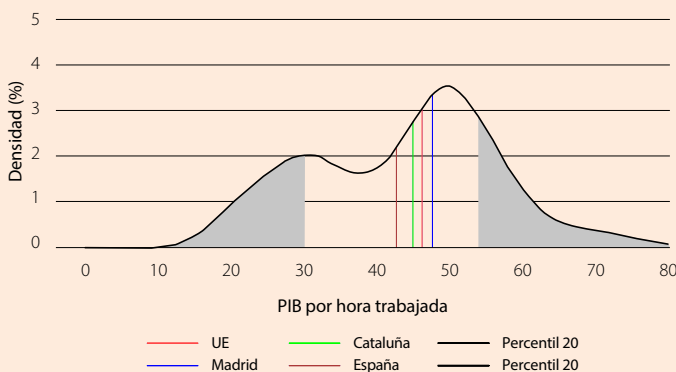
Aumentar el crecimiento de la productividad es uno de los principales retos que Europa tiene por delante. Como señala el artículo introductorio de este Dossier, «Momento Europa: es hora de reforzar nuestra competitividad», es urgente actualizar el tejido productivo del Viejo Continente. El rápido cambio tecnológico lo permite. Además, el contexto global, cada vez más competitivo y con una creciente desconfianza hacia las instituciones multilaterales, lo hace imprescindible.

La productividad ha crecido de forma sostenida en la UE durante las dos últimas décadas. El crecimiento anual promedio del PIB por hora trabajada¹ entre los años 2000 y 2022 se sitúa en el 1,2%, y solo se observa una tasa de crecimiento negativa en los años 2008 y 2009, en plena crisis financiera global. Así, en 2022 la productividad era un 26,6% superior a la del año 2000.

Distribución de la productividad en las diferentes regiones europeas en el año 2000



Distribución de la productividad en las diferentes regiones europeas en el año 2022

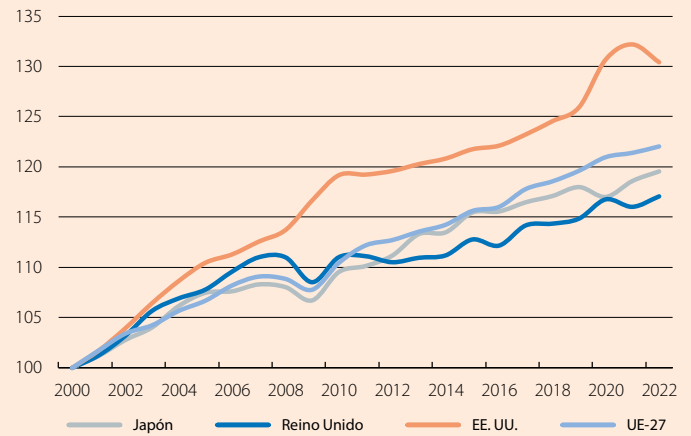


Notas: El gráfico muestra la probabilidad de observar una región (en el eje vertical) con un determinado nivel de productividad (eje horizontal). Por ejemplo, la probabilidad de observar una región con una productividad de 20 era del 2% en el año 2000. Se ha estimado una distribución continua de probabilidad. PIB medido por PPP por hora trabajada. Datos para todas las regiones NUTS 2 de la UE excepto Irlanda, Luxemburgo, Malta, Chipre, Croacia, las regiones de ultramar francesa, las Azores, Madeira, Ceuta y Melilla. **Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Annual Regional Database of the European Commission (ARDECO).

1. Para calcular la tasa de crecimiento de la productividad se utiliza el PIB a precios constantes de 2015 por hora trabajada para eliminar el efecto de la inflación y obtener una medida del crecimiento de la productividad en términos reales.

Evolución de la productividad

Índice (100 = 2000)



Nota: PIB en términos reales por hora trabajada.

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

De todas formas, cabe apuntar que el ritmo al que crece la productividad se ha reducido en los últimos años. En el conjunto de la UE, la productividad creció un 1,9% anual de media entre los años 2000 y 2006. En cambio, a partir de la crisis financiera, el ritmo de crecimiento se redujo de forma notable. Entre 2007 y 2022, el crecimiento anual promedio se sitúa en el 0,9%. El descenso del crecimiento de la productividad es un fenómeno generalizado en las principales economías desarrolladas. En EE. UU. ha pasado de crecer un 2,4% a un 1,3%; en el Reino Unido, de un 1,8% a un 0,4%, y en Japón, de un 1,5% a un 0,8%.

Estas cifras también ponen de manifiesto otro elemento: el crecimiento de la productividad en la UE ha sido inferior al de la economía estadounidense durante las últimas décadas. La diferencia puede parecer pequeña: solo 0,4 p. p. por debajo entre los años 2000 y 2022, en promedio. Sin embargo, como el diferencial se mantiene durante muchos años, las implicaciones acaban siendo importantes: la distancia entre la productividad de la economía europea y la de EE. UU. ha aumentado un 8,4% desde el año 2000.

Desgranar la situación de la productividad en las distintas regiones europeas ayuda a entender las cifras que presenta el conjunto de la UE. Como se observa en el segundo gráfico, la distribución de la productividad se concentra en dos puntos diferentes. Hay un primer grupo de regiones que presenta un nivel de productividad relativamente bajo, y un segundo grupo de regiones que presenta un nivel más elevado. El

pico del primer grupo se sitúa cerca del primer quintil de la distribución, que en el año 2000 se encuentra en un nivel de PIB por hora trabajada de 13,6 euros. El pico del segundo grupo se corresponde, también de manera cercana, con el percentil 80 de la distribución, con un PIB por hora trabajada de 31,4 euros. Entre ambos grupos se encuentran todas las regiones españolas.²

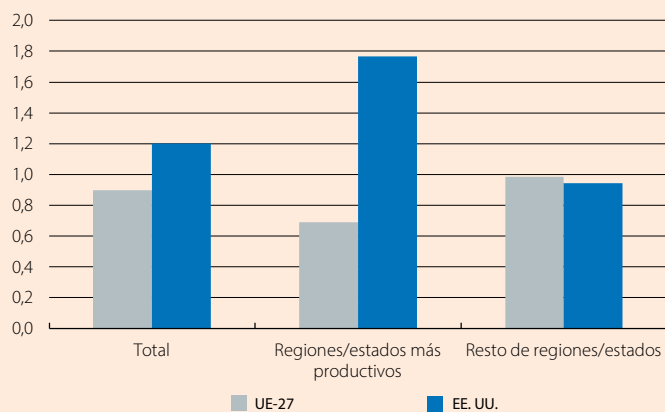
En las últimas décadas, el crecimiento de las regiones con un nivel de productividad inferior no ha sido suficientemente grande como para que la distancia entre unas y otras se reduzca en términos absolutos, muy al contrario. La distancia entre el primer grupo de regiones, las menos productivas, y el grupo formado por las regiones más productivas ha aumentado durante las últimas dos décadas. Concretamente, el primer quintil aumenta hasta los 30,1 euros en el año 2022 y el percentil 80 se sitúa en los 53,8. Así, la distancia entre las dos montañas se ensancha en 5,9 euros, o un 33,4%.³

El cinturón que arranca de Dinamarca, los Países Bajos y Bélgica, y baja por Alemania hasta llegar a Austria es el que se refuerza más en los últimos años (véase el tercer gráfico). Este conjunto de países concentra el 82% de las regiones que se sitúan en el rango más elevado de productividad en el año 2022, mientras que en el año 2000 esta cifra se situaba en el 75%. Visto de otra manera, el 48% de las regiones de estos países se situaba en el año 2022 en el top 20 de las regiones más productivas, mientras que en el año 2000 «solo» eran el 43%.

En cambio, muchas de las regiones francesas e italianas han perdido dinamismo en los últimos años. Italia en el año 2000

Productividad en la UE-27 y en EE. UU.

Crecimiento anual promedio entre 2007 y 2022 (%)



Notas: Productividad se refiere a PIB en términos reales por hora trabajada. El crecimiento de la productividad de las regiones europeas y los estados de EE. UU. más productivos se refiere al quintil de regiones/estados más productivos.

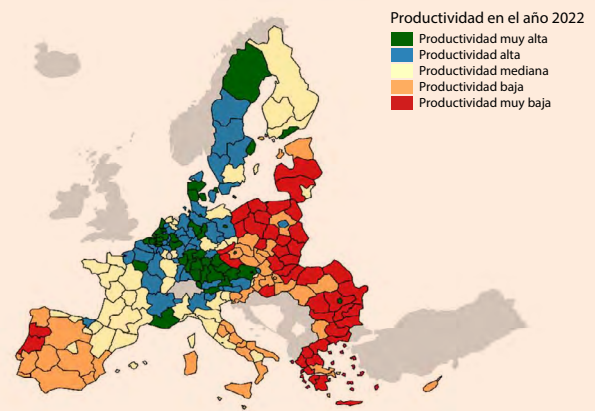
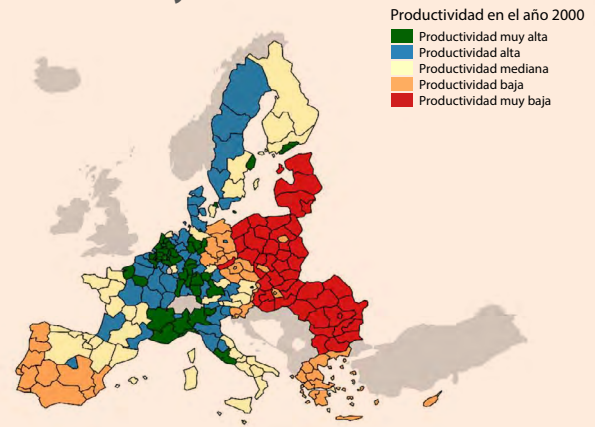
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea (ARDECO) y del US Bureau of Labor Statistics.

2. Para un análisis más detallado, véase «Evolución de la productividad en Europa: una mirada regional», en www.cerledeconomia.com.

3. La distancia entre el percentil 80 y el percentil 20 se amplía entre los años 2000 y 2022, tanto si se analiza la evolución de la distribución del PIB por hora trabajada en términos reales como ajustado por PPP.

4. El quintil de estados de EE. UU. más productivos, entre los que se encuentran California, Nueva York y Massachusetts, suponen el 31% del PIB americano. El quintil de regiones europeas más productivas supone el 29% del PIB de Europa.

Distribución de la productividad por regiones en los años 2000 y 2022



Nota: PIB medido en PPP por hora trabajada. La clasificación del nivel de productividad está hecha a partir de quintiles, dividiendo la distribución de la productividad en cinco grupos de igual tamaño, incluyendo en cada grupo un 20% de la muestra total de regiones en orden ascendente, de manera que el primer grupo contiene el 20% de las regiones con un nivel de productividad más bajo, el siguiente grupo contiene el 20% de las regiones con una productividad más alta que el grupo anterior, y así sucesivamente hasta separar las regiones europeas en cinco grupos de igual tamaño, donde cada grupo denota un «escalón» en la distribución de la productividad.

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

tenía cinco regiones en el grupo de productividad más elevada, mientras que en el año 2022 ya solo tenía una, la provincia autónoma de Bolzano, y las regiones del sur del país han pasado a un nivel de productividad baja. A Francia ya solo le quedan dos regiones con un nivel de productividad muy elevada, y el número de regiones en el rango de productividad elevada se ha reducido.

De todas formas, el crecimiento de la productividad de las regiones europeas más productivas ha sido modesto si lo comparamos con la mejora que han experimentado los estados de EE. UU. más productivos.⁴ Como se puede observar en el cuarto gráfico, la diferencia es importante: entre los años 2007 y 2022, de media, el crecimiento ha sido 1,1 p. p.

superior. En cambio, el crecimiento de la productividad de EE. UU. sin estas regiones es bastante similar al del resto de las regiones europeas.

En cuanto a las regiones españolas, en el año 2000 la mayoría se sitúan en la parte media de la distribución (en el tercer quintil de la distribución de productividad), el 58,82% concretamente, mientras que Madrid se encuentra en el nivel de productividad alto y el resto se encuentra en el nivel de productividad bajo. En general, las regiones de la mitad norte se encuentran en el grupo de productividad medio, mientras que las de la mitad sur se encuentran en el grupo de productividad baja. Entre los años 2000 y 2022, hay tres regiones que bajan al nivel de productividad bajo, de manera que la mayoría de las regiones pasan a estar en este grupo, el 52,9%, concretamente. La Comunidad de Madrid pasa al grupo de productividad media y el País Vasco es la única región que sube de nivel y asciende al grupo de productividad elevada.

En la parte baja de la distribución destaca el hundimiento de las regiones de Grecia, que pasan a situarse a la cola de la distribución de productividad europea. El 78,6% de las regiones que bajan del quintil 2 al 1 son griegas. En cambio, todas las regiones que suben del quintil 1 al 2 corresponden a diferentes países del este de Europa.

Oriol Aspachs y Erik Solé

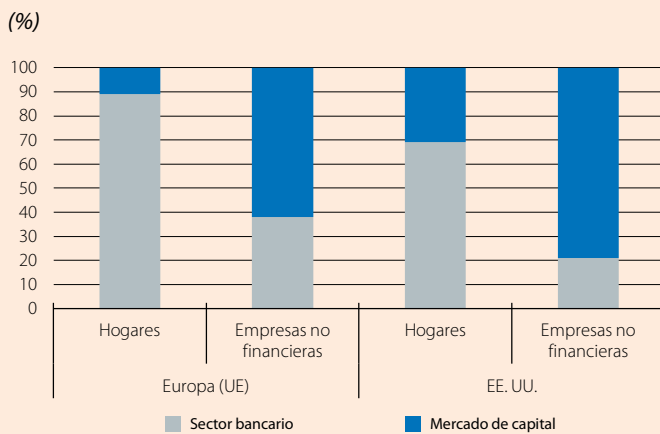
¿Por qué Europa necesita una Unión del Mercado de Capitales?

Europa se enfrenta no solo a una coyuntura económica exigente, sino también a un tridente de desafíos de fondo: la descarbonización de la economía, la redinamización de la productividad y el desarrollo tecnológico, y la creciente fragmentación geopolítica en el mundo. Estos retos difícilmente se podrán afrontar sin una notable movilización de inversiones y financiación, por un lado, y sin reforzar el papel internacional del euro, por el otro. Y esto es precisamente lo que persigue la Unión del Mercado de Capitales (UMC).

¿Europa se queda atrás?

Atajar estos desafíos de fondo requerirá, según distintas estimaciones, que Europa movilice entre 0,5 y 1 billón de euros por año de aquí a 2030.¹ Estas necesidades de inversión adicionales, que equivalen al PIB anual de países como Austria o los Países Bajos, emergen en un contexto en el que la política fiscal tiene menos margen, lastrada por unas ratios de deuda pública elevadas, con presiones de fondo sobre el gasto público (por ejemplo, envejecimiento poblacional) y con la necesidad y perspectiva de una corrección gradual en los déficits presupuestarios (véase el primer gráfico). En cambio, hay una importante bolsa de ahorro privado que no está movilizada y, a efectos europeos, es de vital importancia desarrollar un mercado común de capital potente,² es decir, un mercado en el que el ahorro y la inversión fluyan entre todos los países de la UE a través de bonos, acciones y otros activos financieros.

Fuentes de financiación de familias y empresas en 2022



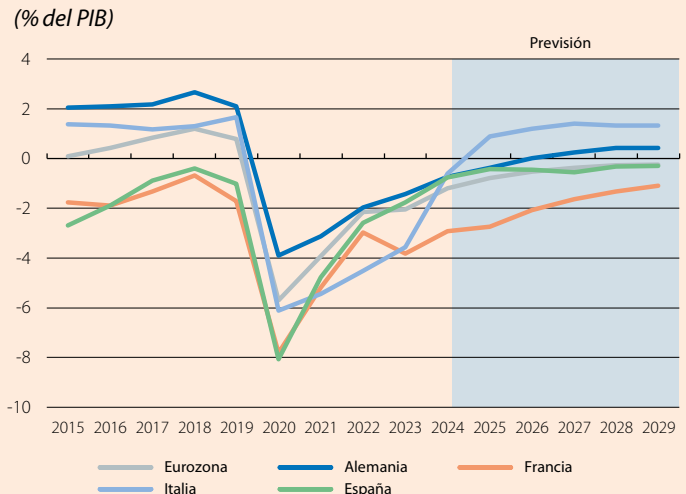
Fuente: DG Trésor (2024), «Developing European capital markets to finance the future: Proposals for a Savings and Investments Union», Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique.

1. Demertzis, M., D. Pinkus y N. Ruer (2024), «Accelerating strategic investment in the European Union beyond 2026», Report 01/2024, Bruegel, y DG Trésor (2024), «Developing European capital markets to finance the future: Proposals for a Savings and Investment Union», Ministère de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique. Estas cifras incluyen inversiones para descarbonizar todos los sectores económicos, transformar la industria energética, abordar distintos retos ambientales, desarrollar tecnologías digitales clave (comunicaciones, IA, semiconductores, etc.) y reforzar las cadenas de suministro relacionadas con la industria de la defensa.

2. Enrico Letta habla de más de 30 billones de euros, almacenados en gran parte en efectivo y depósitos. Además, estima que cerca de 300.000 millones de ahorro de familias europeas salen cada año desde Europa hacia el extranjero (primordialmente EE. UU.). Letta, E. (2024), «Much More Than a Market», Report to the European Council.

3. La innovación presenta proyectos con riesgo elevado, retornos inciertos y pocos activos tangibles en los que respaldarse. La industria del capital riesgo se ha especializado en la financiación de la innovación, detectando y acompañando el nacimiento de empresas tecnológicas con elevado potencial gracias a su sistema de gobernanza, con financiación en etapas y participación activa en las empresas. Véase Lerner, J. y Nanda, R. (2020). «Venture capital's role in financing innovation: What we know and how much we still need to learn», Journal of Economic Perspectives, 34(3), 237-261.

Eurozona: saldo fiscal primario



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos y previsiones del FMI (WEO de abril de 2024).

Sin embargo, hay consenso en que el mercado de capital europeo está infradesarrollado (véase el segundo gráfico). Esto se ve en una larga lista de casos que, si se leen en positivo, nos indican el potencial de movilizar recursos que traería consigo una unión del mercado de capitales efectiva. Por ejemplo, mientras que la UE pesa casi un 20% del PIB mundial, sus mercados bursátiles representan apenas un 10% de la capitalización global y, dentro del sector tecnológico, solo hay dos empresas europeas en el *top 20* de mayor capitalización. Es más, la liquidez de las bolsas europeas es inferior a la de otras regiones (EE. UU.), especialmente para empresas *small-cap* (más jóvenes y con potencial de crecimiento). Para la emergencia de empresas tecnológicas también es necesario un mercado de capital riesgo desarrollado,³ que en Europa es demasiado pequeño (el tamaño de los mercados de

capital riesgo europeos es apenas un 20% del de EE. UU.) y está fragmentado (las carteras tienen un importante sesgo nacional). Asimismo, los mercados de bonos públicos y privados europeos también son relativamente pequeños (130% del PIB en la UE vs. 200% en EE. UU.). Todo ello afecta al coste de financiación de las empresas europeas y a su capacidad de expansión, hasta el punto de ver cómo *start-ups* nacidas en Europa han terminado emigrando hacia EE. UU. en busca de fondos.⁴ Del mismo modo, el sector financiero europeo ha ido perdiendo cuota frente a sus homólogos estadounidenses, tanto en la gestión de activos como en banca de inversión y corporativa.⁵

Antecedentes, situación y perspectivas de la UMC

El proyecto de la UMC nació hace una década ante una combinación de consideraciones, desde la estabilidad financiera (por ejemplo, reducir la fragmentación de los mercados europeos, aumentar la capacidad de absorber *shocks* económicos o diversificar las fuentes de financiación de las empresas) hasta la justicia social (garantizar que todos los ciudadanos de la UE tengan el mismo acceso a los mercados de capital), pasando por la eficiencia económica y la financiación de la innovación y la inversión. Sin embargo, y como ya hemos visto, la ambición inicial no ha terminado de cuajar en un desarrollo significativo del mercado de capital europeo ni en una transformación efectiva de las políticas.

De hecho, en 10 años los avances han sido más incrementales que de transformación estructural,⁶ como lo ilustra el hecho de que, entre los hitos alcanzados, destaquen el llamado «punto de acceso único» (una facilidad que centraliza y da acceso a información financiera de dominio público de empresas y productos de inversión europeos, cuyo marco legislativo se oficializó en diciembre de 2023, pero que todavía tardará años en desarrollarse), los «fondos europeos de inversión a largo plazo» (ELTIF, vehículos para canalizar capital privado hacia la inversión en infraestructuras y otros proyectos y empresas a largo plazo, que la UE ha intentado estimular sin conseguir, por el momento, levantar demasiado capital) o una revisión de las normas de negociación para mejorar la transparencia informativa en los mercados de instrumentos financieros (reglamento MiFIR y directiva MiFID).

En la antesala de las elecciones europeas de junio, que abrirán una nueva legislatura en el horizonte 2024-2029, se han alzado distintas voces para reimpulsar la UMC. En marzo, tanto el Eurogrupo como el BCE lanzaron manifiestos para desarrollar la UMC con una agenda de medidas concretas relacionadas con el desarrollo de mercados (por ejemplo, la securitización de activos), la supervisión y regulación (defendiendo un papel directo de las agencias de supervisión europeas y una reducción de la carga regulatoria) o la armonización europea de normativas y marcos nacionales (insolvencia, contabilidad, emisión de deuda, gestión del colateral, mercados de valores, etc.), entre otras iniciativas.

La UMC se suma a otros proyectos de integración económica europea que siguen sin completarse, como la Unión Bancaria, dado que continúa encallada la negociación sobre el sistema europeo de garantía de depósitos (el llamado EDIS),⁷ y la reforma del MEDE acordada en 2021, pero que todavía no es efectiva.⁸ La dificultad de todas estas iniciativas es que cuando la integración que se persigue es ambiciosa (ya sea por una garantía de depósitos europea o por la armonización de los marcos de insolvencia y contabilidad) se hace necesario superar un choque entre jurisdicciones nacionales y autoridades paneuropeas. Esto requiere capital político y/o un entorno que apremie al cambio. Y ahí se encuentra una de las dificultades intrínsecas de las transformaciones de fondo: las transiciones verde y digital y la fragmentación geopolítica son retos formidables, pero a corto plazo no hacen sentir su severidad con la misma intensidad que otras crisis, más coyunturales, en las que la amenaza a la supervivencia de Europa es tan palpable que se logra vencer la inercia y las resistencias al cambio. El interrogante es, pues, cuánto capital político será capaz de recabar la legislatura europea 2024-2029.

CaixaBank Research

4. El Fondo Europeo de Inversiones habla de «fuga tecnológica». Véase <https://www.eif.org/etc/scale-up-financing-gap/index.htm>.

5. DG Trésor (2024) citado en la nota al pie 1.

6. Veron, N. (2024), «Capital Markets Union: Ten Years Later», In-depth analysis, PE 747.839, requested by the ECON Committee (Parlamento Europeo).

7. El EDIS protegería los depósitos bancarios de los ciudadanos de la eurozona con independencia del país europeo donde estén, y lo haría de manera más uniforme que el actual sistema de seguro de depósitos nacional. Así, se ayudaría a debilitar el vínculo nacional entre sector público y sistema financiero (el llamado *doom loop*, que amplifica y endurece las recesiones económicas) y contribuiría a una mejor absorción de las perturbaciones económicas, mejorando la efectividad de todas las políticas económicas.

8. Está pendiente su ratificación por el Parlamento de Italia. La reforma del MEDE fortalece los mecanismos de estabilidad financiera de la UE, en tanto que refuerza su papel de *backstop* ante resoluciones bancarias, facilita el acceso a sus líneas de crédito y se le asigna un mayor papel en programas de apoyo a países (aliviando la carga de la *troika* [BCE, FMI y Comisión Europea]).

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

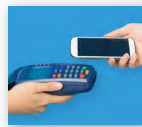
Te recomendamos:

Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera



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

Monitor de consumo



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

Flash de divisas



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

Observatorio Sectorial



Informe 360º sobre la situación y las perspectivas de los sectores de actividad en España. Profundizamos en las dinámicas subyacentes de la evolución macroeconómica, ofreciendo una visión transversal del comportamiento de los sectores de actividad a lo largo del tiempo.

Informe Sectorial de Turismo 1S 2024

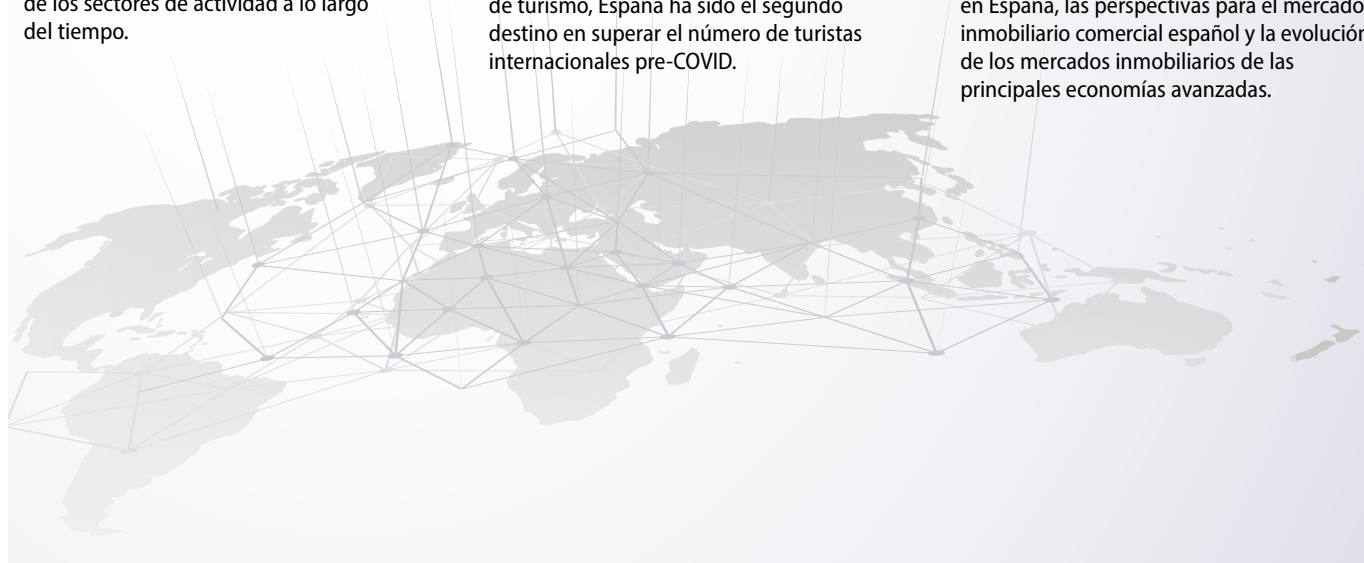


Tras el fuerte bache que supuso la pandemia para el sector, la recuperación del turismo internacional en España se puede dar por prácticamente completada. Entre los 10 principales receptores mundiales de turismo, España ha sido el segundo destino en superar el número de turistas internacionales pre-COVID.

Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2024



Hacemos balance de un 2023 más positivo de lo esperado en el sector inmobiliario y ofrecemos nuestras previsiones para 2024-2025. También analizamos el papel de la demografía en la demanda de vivienda en España, las perspectivas para el mercado inmobiliario comercial español y la evolución de los mercados inmobiliarios de las principales economías avanzadas.



Síguenos en:



www.caixabankresearch.com



@CABK_Research



Newsletter



CaixaBank

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

© CaixaBank, S.A., 2024

© Banco BPI, 2024

Diseño y producción: www.cegeglobal.com

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

