

IM09

INFORME MENSUAL

NÚMERO 492 | SEPTIEMBRE 2024



ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Déficit y deuda en ascenso: el futuro de las finanzas públicas de EE. UU.

La desconexión entre EE. UU. y China acentúa la fragmentación de la economía mundial

ECONOMÍA PORTUGUESA

¿Cómo se distribuye la riqueza de las familias portuguesas?

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Los factores que han impulsado el ahorro de los hogares españoles

Inversión en equipo en España: comparativa frente a la eurozona

La rentabilidad y el coste de financiación de las empresas en España

Las dinámicas de la inflación de los servicios en España

INFORME MENSUAL

Septiembre 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

Rita Sánchez Soliva y

Nuria Bustamante

Coordinadoras del *Informe Mensual*

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

6 de septiembre de 2024

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 LAS CLAVES DEL MES

4 PREVISIONES

7 MERCADOS FINANCIEROS

10 ECONOMÍA INTERNACIONAL

12 *Déficit y deuda en ascenso: el futuro de las finanzas públicas de EE. UU.*

Isabela Lara White

14 *La desconexión entre EE. UU. y China acentúa la fragmentación de la economía mundial*

David del Val

19 ECONOMÍA ESPAÑOLA

21 *Los factores que han impulsado el ahorro de los hogares españoles*

Javier García-Arenas

24 *Inversión en equipo en España: comparativa frente a la eurozona y debilidades*

Oriol Carreras Baquer

27 *La rentabilidad y el coste de financiación de las empresas en España*

Oriol Carreras Baquer

29 *Las dinámicas de la inflación de los servicios en España*

Zoel Martín Vilató

32 ECONOMÍA PORTUGUESA

33 *¿Cómo se distribuye la riqueza de las familias portuguesas?*

Teresa Gil Pinheiro

Estamos donde lo dejamos

Los últimos veranos han sido bastante movidos. La pandemia, las tensiones en el comercio internacional, la guerra en Ucrania, las presiones inflacionistas, el cambio de rumbo de la política monetaria... En este contexto, era difícil desconectar durante las vacaciones. Afortunadamente, pese a la DANA financiera de principios de agosto, este año ha sido distinto, como mínimo en términos económicos. La economía española está donde la dejamos o incluso algo mejor de lo que nos pensábamos. ¿Retomamos el hilo?

La economía española creció un 2,5% en 2023, muy por encima de lo que se preveía, y durante los primeros compases de este año ha mantenido un ritmo de avance igualmente vigoroso. A finales de julio, el INE publicó la tasa de crecimiento del PIB del 2T y la situó en el 0,8% intertrimestral, el mismo ritmo de avance que en el 1T, y algo por encima de lo esperado por CaixaBank Research, que contemplaba un crecimiento del 0,5%. Además, la composición del crecimiento también fue favorable: tanto la aportación de la demanda interna como la externa fue positiva, con mención especial a las exportaciones de bienes que, tras unos trimestres algo débiles, anotaron un avance del 1,3%. En términos sectoriales, destaca el dinamismo de la industria manufacturera, con un crecimiento del 1,1%, y de las actividades relacionadas con el turismo.

El punto de partida es algo mejor de lo que esperábamos antes de la pausa veraniega y ello nos obligará a revisar ligeramente al alza la previsión de crecimiento del PIB para este año. Actualmente, el escenario de CaixaBank Research prevé un avance del 2,4% para 2024, y los últimos datos apuntan a que se situará por encima del 2,5%. Por ejemplo, la incorporación del dato del 2T, que mantiene sin cambios el crecimiento previsto para el segundo semestre del año, llevaría el crecimiento de 2024 hasta el 2,7%. Más allá de esta revisión, las tendencias de fondo no han cambiado y siguen apuntando a una moderada desaceleración para los próximos años, con un crecimiento que podría situarse ligeramente por encima del 2%, tal y como contempla el escenario vigente.

Por un lado, es de esperar que la demanda externa vaya perdiendo empuje. La eurozona mantiene un ritmo de avance muy modesto, mientras que las economías de EE. UU. y China se están desacelerando. Por otro lado, el sector turístico, tras recuperar y superar ampliamente los niveles previos a la pandemia, también es normal que vaya moderando el ritmo de crecimiento. Los indicadores de julio siguen mostrando un avance notable (el gasto de los turistas internacionales creció un 12,1% respecto a julio del año pasado), pero es un ritmo inferior al que presentaban a principios de año, 27,6% en el conjunto del 1T.

En cambio, la demanda interna podría acelerar el paso, especialmente el consumo de los hogares y la inversión, y compensar parcialmente el menor empuje de la demanda externa. Tres factores deberían ayudar en este sentido. En primer lugar, la finalización del ciclo inflacionista. En el mes de agosto, la inflación descendió hasta el 2,2% y nada sugiere que vaya a volver a aumentar hasta cotas como las observadas hace unos trimestres. En los próximos meses podemos observar repuntes que nos devuelvan cerca del 3%, dado el nivel al que aún están subiendo los precios de los alimentos o los servicios, pero en general los hogares deberían seguir recuperando el poder adquisitivo perdido.

La reducción de la inflación permitirá que el BCE siga recortando los tipos de interés. Este es el segundo elemento que debería favorecer un mayor crecimiento del consumo y de la inversión en los próximos trimestres y, especialmente, en 2025 y 2026. Las expectativas de tipos de interés implícitas en las cotizaciones de los mercados monetarios descuentan que el BCE reducirá el tipo de referencia en 1,5 p. p. hasta diciembre de 2025, y que el euríbor a 12 meses, actualmente en el 3,1%, podría llegar a situarse ligeramente por debajo del 2,5%. Finalmente, la posición financiera de las familias y las empresas, con niveles de deuda saneados e inferiores a los del conjunto de la eurozona, también debería favorecer una reactivación del consumo y de la inversión.

Los principales riesgos que rodean el escenario de previsiones de la economía española siguen siendo externos. Las elecciones presidenciales en EE. UU. son, sin duda, el próximo hito en el camino, por sus implicaciones en la geopolítica internacional y también en materia arancelaria. La desaceleración de la economía china y la capacidad que tendrá para seguir ajustando su sector inmobiliario de manera gradual y ordenada también es otro aspecto clave a seguir. Además, la evolución de los distintos conflictos armados, y las tensiones geopolíticas que los rodean, serán determinantes. Afortunadamente, estamos donde lo dejamos o incluso algo mejor, pero, desafortunadamente, los riesgos que envuelven la economía española aún siguen ahí.

Oriol Aspachs
Septiembre de 2024

Cronología

AGOSTO 2024

- 1-5** Fuertes turbulencias en los mercados financieros, a consecuencia de la decisión del Banco de Japón y de unos datos de empleo de julio en EE. UU. peor de lo esperado.
- 12** La OPEP revisa ligeramente a la baja la demanda mundial de petróleo en 2024 y 2025, debido sobre todo a la desaceleración del consumo en China.
- 23** La Fed comenzará a reducir los tipos de interés en septiembre, según apunta Powell en Jackson Hole.

JUNIO 2024

- 2** La OPEP acuerda extender sus recortes a la producción de crudo (3,66 millones bpd hasta diciembre de 2025 y 2,2 millones bpd hasta septiembre de 2024, pero con una retirada gradual hasta septiembre de 2025).
- 6** El BCE baja tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,75% y el *refi* en el 4,25%.

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).

JULIO 2024

- 26** Arrancan los Juegos Olímpicos en París.
- 31** El Banco de Japón subió por sorpresa el tipo de interés de referencia hasta el 0,25% (desde el rango 0,0%-0,1% anterior), máximo desde finales de 2008.

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%.

Agenda

SEPTIEMBRE 2024

- 3** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (agosto).
- 12** Portugal: indicadores coincidentes de actividad (agosto). Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 13** España: *rating* Moody's y S&P.
- 17** España: encuesta trimestral de coste laboral (2T).
- 17-18** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 20** Portugal: *rating* Fitch.
Portugal: precios de la vivienda (2T).
- 22** España: balanza de pagos y PIIN (2T).
- 23** España: créditos, depósitos y morosidad (julio y 2T).
Portugal: desglose del PIB (2T).
- 26** Portugal: ratio NPL (2T).
- 27** España: desglose del PIB (2T).
España: avance del IPC (septiembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (septiembre).
- 30** España: tasa de ahorro de los hogares (2T).
Portugal: avance del IPC (septiembre).

OCTUBRE 2024

- 1** Portugal: empleo y desempleo (agosto).
Eurozona: avance del IPC (septiembre).
- 2** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 6** Consejo Europeo.
- 9** España: cuentas financieras (2T).
- 10** Portugal: cuentas financieras (2T).
- 15** Portugal: encuesta de préstamos bancarios (octubre).
- 17** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 18** China: PIB (3T).
- 21** España: créditos, depósitos y morosidad (agosto).
- 25** España: encuesta de población activa (3T).
- 30** España: avance del PIB (3T).
España: avance del IPC (octubre).
Portugal: avance del PIB (3T).
Eurozona: PIB (3T).
Eurozona: índice de sentimiento económico (octubre).
EE. UU.: PIB (3T).
- 31** Portugal: ejecución presupuestaria (septiembre).
Portugal: actividad turística (septiembre).
Eurozona: avance del IPC (octubre).

Tormentas veraniegas y corrientes de fondo

Un año más, siguiendo con la tónica predominante en la mayoría de los meses de agosto, asistimos a comienzos de mes a un nuevo episodio de volatilidad en los mercados. La dinámica es bien conocida, pues al igual que el verano es proclive a fenómenos meteorológicos extremos cuando embolsamientos de aire frío coinciden con temperaturas muy cálidas en la superficie del mar, también los meses de agosto suelen ser complicados para los mercados financieros una vez que la escasa liquidez de los mercados amplifica el efecto causado en los precios de los activos por sorpresas en los datos macroeconómicos, en los resultados de las empresas o en el ámbito geopolítico.

Esta vez la espoleta fue un aumento inesperado de los tipos de interés oficiales en Japón que, al provocar una intensa apreciación del yen, desató el cierre de posiciones de *carry trade* (financiación en divisa japonesa a bajo coste para invertir en activos de mayor rendimiento en otras geografías) y, por tanto, la venta de activos en EE. UU., en la eurozona, etc. Al efecto de este cambio drástico en los flujos financieros, se unieron un mal dato de empleo de julio en EE. UU., lo que incrementó los temores a una recesión en el país, y los resultados de algunas empresas tecnológicas que empiezan a reflejar la brecha temporal entre las ingentes inversiones necesarias para no perder la carrera de la IA y la monetización de estas.

Todo lo anterior conformó un buen caldo de cultivo para las correcciones de unos mercados de valores que presentaban una temperatura elevada tras las revalorizaciones de los primeros siete meses del año (+11% de enero a julio), con la inestabilidad potencial adicional de la importante acumulación de posiciones apalancadas durante la primavera en un entorno de baja volatilidad. La caída acumulada de máximos a mínimos de los mercados de valores desarrollados fue del 8,2% y del 9,3% en los mercados emergentes, con grandes tecnológicas como NVIDIA o Tesla experimentando correcciones superiores al 25% y con el índice bursátil japonés Nikkei 225 sufriendo la mayor caída (12,5%), en una sola sesión, de las últimas décadas. La buena noticia es que tras la tempestad ha llegado la calma, una vez que los datos de actividad publicados a lo largo del mes de agosto han vuelto a poner de manifiesto que el escenario de aterrizaje suave es aún el más probable en estos momentos, mientras que la inflación a ambos lados del Atlántico va quemando etapas en su camino hacia el 2%.

A esta normalización de la situación financiera tras las tormentas veraniegas también ha contribuido la clarificación de las perspectivas de relajación monetaria en EE. UU., una

vez que Jerome Powell en Jackson Hole confirmó que la Fed empezará a rebajar los tipos de interés a partir del mes de septiembre. En su intervención, el presidente del banco central americano puso de manifiesto que, una vez avanzada la batalla contra la inflación, ahora toca centrar la atención en la actividad y el empleo, y eso supone que el tono actual de la política monetaria es excesivamente restrictivo, por lo que toca iniciar el retorno hacia la zona neutral. Nuestra opinión es que eso supondrá situar los tipos de interés en la zona del 3%-3,25% a mediados de 2026 y, durante ese camino, la Reserva Federal aprovechará para revisar una estrategia de política monetaria que, tras su última actualización en 2020, había quedado algo anquilosada. Un ejercicio parecido va a realizar el BCE, aunque Lagarde ya ha anticipado que esta vez no se realizará un ajuste del objetivo. En el caso de la eurozona, pensamos que el tipo de interés neutral estaría situado, tras los cambios estructurales de los últimos años, en la zona del 2%-2,25%, nivel de llegada teórico a medio plazo de los tipos oficiales, al albur de las nuevas sorpresas que vayan apareciendo por el horizonte.

Por tanto, con el movimiento de ida y vuelta de los mercados del mes de agosto, se ha vuelto a poner de manifiesto que, sin cambios en las tendencias de fondo, lo más aconsejable es no sobre-reaccionar a eventos de aumento de la inestabilidad financiera y confiar en la solidez que proporcionan carteras bien diversificadas por activos y geográficamente. De hecho, un inversor de vuelta de las vacaciones de un destino idílico sin internet o redes sociales (sí es que eso todavía existe) habría comprobado el buen desempeño de una cartera 60/40, evitándose el susto de la primera semana del mes.

En definitiva, una vez superada la tradicional DANA financiera veraniega, lo importante seguirán siendo las tendencias de fondo del ciclo de actividad que vendrán determinadas por la capacidad de los bancos centrales en terminar el trabajo de los dos últimos años sin provocar un fuerte ajuste de la actividad. De momento, los datos siguen apoyando la hipótesis de aterrizaje suave. Esto, sin embargo, no significa que vayamos a estar vacunados contra potenciales turbulencias en los mercados en los próximos meses, teniendo en cuenta los elevados niveles de riesgo geopolítico y que la política monetaria seguirá en zona restrictiva durante un tiempo. Mientras tanto, iremos preparando las palomitas o el café para la larga noche del próximo 5 de noviembre.

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	0,67	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	3,25	2,50
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,40	2,65
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	3,18	2,45
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	3,18	2,47
Euríbor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	3,19	2,49
Euríbor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	3,20	2,52
Euríbor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	3,20	2,55
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,60	2,05
Deuda pública 10 años	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,40	2,10
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,71	2,38
Deuda pública 5 años	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,79	2,49
Deuda pública 10 años	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	3,20	2,90
Prima de riesgo	11	158	73	105	98	80	80
Portugal							
Deuda pública 3 años	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,94	2,60
Deuda pública 5 años	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,93	2,65
Deuda pública 10 años	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	3,10	2,85
Prima de riesgo	19	297	65	97	63	70	75
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	1,8	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	1,7	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	2,2	4,6
Construcción	5,7	-3,4	0,4	2,6	2,3	2,9	3,1
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,5	-0,9	6,6	2,9	1,7	2,0	2,3
Exportación de bienes y servicios	4,7	1,1	13,5	15,2	2,3	3,6	2,4
Importación de bienes y servicios	7,0	-1,0	14,9	7,0	0,3	2,9	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	1,6	1,7	2,0
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,0	1,0	0,8
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,8	8,1	3,0	2,6	2,9	5,7
Bienes de equipo	3,2	2,0	15,3	5,5	4,6	-	-
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	1,5	2,5
Exportación de bienes y servicios	5,3	2,2	12,3	17,4	4,1	3,9	5,0
Importación de bienes y servicios	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	3,3	5,4
Producto interior bruto	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,8	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	6,6	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	2,8	3,1
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	1,2	0,3	0,4

■ Previsiones

Verano volátil para los mercados financieros

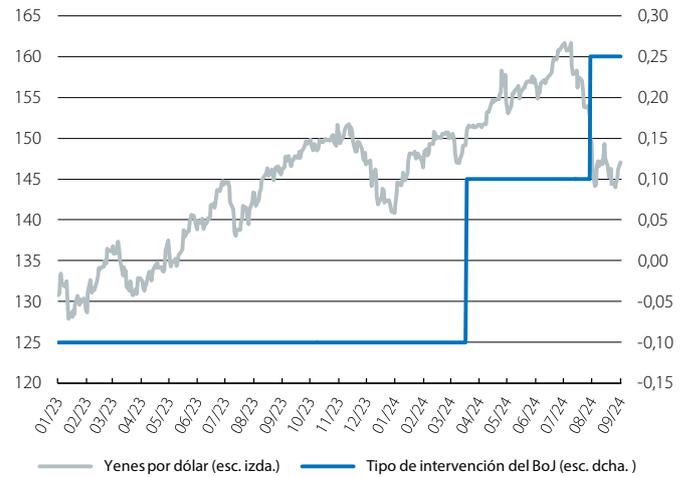
Los mercados financieros vivieron entre el 2 y el 5 de agosto sus sesiones más turbulentas en años, desencadenadas por temores precipitados de una recesión en EE. UU. y una decisión inesperada del Banco de Japón que disparó la volatilidad. Desde entonces, los mercados se han dado la vuelta, dejando en un susto las caídas de principios de agosto, y han vuelto a poner en precio el aterrizaje suave como su escenario central.

Anatomía de una caída. Todo comenzó el 31 de julio, cuando el Banco de Japón (BoJ) anunció inesperadamente la subida del tipo de interés de referencia del 0,10% al 0,25%. La sorpresa provocó una apreciación del yen en pocos días que desencadenó una fuerte caída en la bolsa japonesa e impulsó el cierre de posiciones de *carry trade*, operaciones que implican financiarse en yenes a bajo coste para invertir en activos de mayor rendimiento, lo que exacerbó a su vez los movimientos de divisa y bolsas. A los dos días de la decisión del BoJ, se publicaron unos datos de empleo de julio en EE. UU. algo peores de lo esperado (véase la [Coyuntura Internacional](#)), que dispararon las alarmas de una posible recesión, intensificando el nerviosismo mundial. Lo que empezó con una caída en la bolsa japonesa, acabó en una venta masiva de acciones a nivel global. El índice bursátil japonés Nikkei 225 tuvo su peor día en casi 40 años cayendo un 12,5%, el S&P 500 vivió su mayor caída desde noviembre de 2022 y las bolsas desarrolladas retrocedieron a niveles un 8,2% por debajo de sus picos de julio. El dólar perdió hasta un 3% de su valor, mientras que el yen se fortaleció hasta un 6%. El índice VIX de volatilidad alcanzó niveles no vistos desde la pandemia, exacerbado además por la escasa liquidez típica de verano. Por su parte, los mercados monetarios aumentaron su expectativa de recortes de tipos de la Fed en 2024 de 50 p. b. a 100 p. b., llevando el rango a 4,25%-4,50%.

Anatomía de una recuperación. Desde entonces, la calma parece haber regresado gradualmente a los mercados, sostenida por los últimos datos de actividad e inflación que dibujan un escenario de suave desaceleración con inflaciones casi bajo control. Así, la mayoría de los principales índices bursátiles acabaron el mes de agosto con ganancias de más del 1%, salvo el Nikkei 225, que, aunque logró recuperar gran parte de las caídas de inicios de mes, cerró ligeramente en rojo. En la eurozona, el IBEX 35 destacó positivamente impulsado por el sector consumo. En EE. UU., la desagregación por sectores muestra que la recuperación de la renta variable presentó un sesgo más defensivo, liderada por sectores como consumo no discrecional y las *utilities*. Por su parte, las grandes empresas tecnológicas quedaron rezagadas, con el Nasdaq cerrando el mes por debajo del S&P 500 y las Siete Magníficas apuntándose apenas un +0,20% en agosto. Y es que, tras cerrar la última temporada de beneficios, los resultados de las grandes tecnológicas demostraron una vez más las dificultades de monetizar la IA a corto plazo.

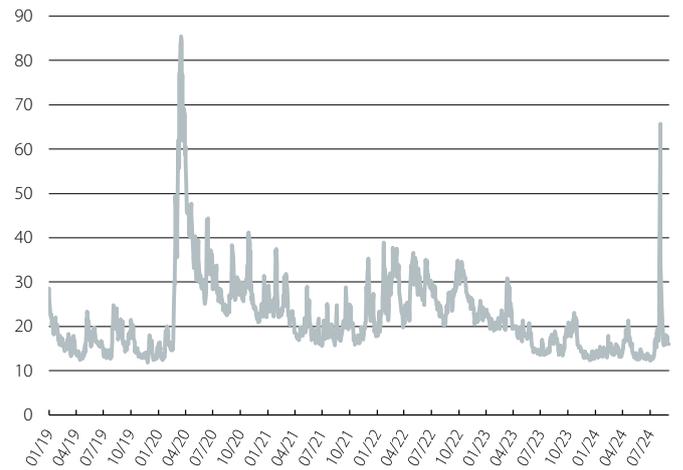
El reajuste de expectativas sobre la Fed llegó para quedarse, por ahora. Los mercados monetarios de futuros también se

Japón: tipo de interés oficial y tipo de cambio (Yen por dólar) (%)



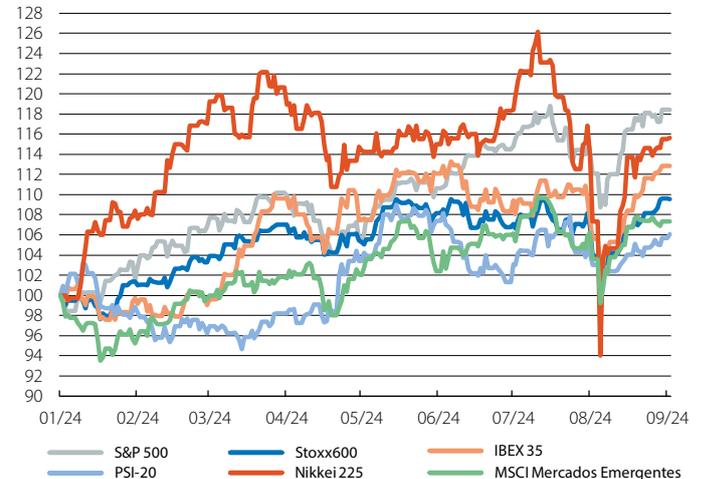
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del Banco de Japón.

Índice VIX de volatilidad
Índice (máximo diario)



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

Bolsas de economías desarrolladas
Nivel (100 = 1 enero 2024)



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

han tranquilizado, pero en menor medida. En el pico de la volatilidad, los mercados penalizaron fuertemente la decisión de la Fed de mantener los tipos de interés en el intervalo de 5,25%-5,50% en la reunión de julio. Empezaron a especular con una bajada antes de la reunión de septiembre y asignaron una probabilidad de casi el 100% a que la Fed bajaría los tipos 50 p. b., en vez de 25 p. b., en la reunión de septiembre. Esa probabilidad está ahora en apenas un 35%. Lo que no cambió fue la expectativa de que la Fed acometa 100 p. b. de recortes en el año, frente a los 50 p. b. descontados previos al dato de empleo. Detrás de esta expectativa está el giro del foco de la Fed de la inflación a los riesgos del mercado laboral, remarcando que cualquier enfriamiento adicional no sería bienvenido. Además, Powell enfatizó que la Fed tiene amplio espacio para actuar ante cualquier riesgo, sugiriendo que podrían ser más agresivos en su relajación monetaria. Así que, mientras es casi seguro que la Fed baje tipos en septiembre, tal y como aseguró Powell declarando que «ha llegado el momento de que la política monetaria se ajuste», la velocidad e intensidad de los movimientos posteriores estarán definidos por la evolución del mercado laboral en los próximos meses. El reajuste de expectativas en EE. UU. se saldó con caídas en las rentabilidades de los *treasuries* de hasta 35 p. b. durante agosto en la referencia a 2 años, especialmente sensible a la política monetaria a corto plazo.

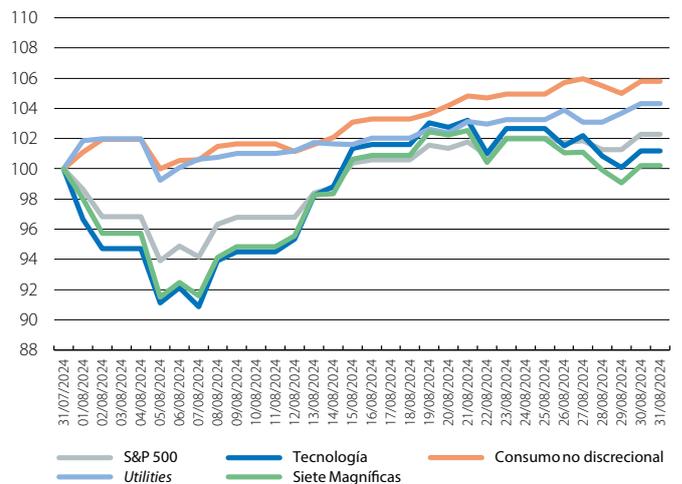
Sin cambios en el panorama del BCE, se aboga por la cautela. El ajuste de expectativas para el BCE fue mucho menor y, tras cierta volatilidad inicial por efecto contagio de los movimientos en EE. UU., se volvió a confirmar la apuesta de dos bajadas más de 25 p. b. cada una en lo que resta de año. Desde el BCE se ha argumentado que, en general, los datos recientes permiten reducir aún más los tipos siempre que el proceso de desinflación siga su curso, resaltando positivamente la desaceleración en el crecimiento salarial. Dicho esto, el BCE ha adoptado, en general, un tono cauteloso y ha abogado por un enfoque gradual en la formulación de la política monetaria. En consecuencia, las rentabilidades soberanas de la eurozona cerraron el mes casi planas.

El dólar pierde fuerza. Los mercados de divisas han acusado en gran parte el reajuste de expectativas de tipos de interés en EE. UU. El dólar se debilitó un 2,30% frente a sus principales pares, y frente al euro llegó a tocar niveles de 1,12 dólares/euro, para finalmente cerrar en 1,10 dólares/euro. Por su parte, el yen osciló en un rango de 154-144 yenes/dólar, para finalmente establecerse alrededor de 146 yenes/dólar, lo que implica una apreciación del 5% desde el anuncio del BoJ.

Las materias primas permanecieron al margen. Así, sus cotizaciones continuaron respondiendo principalmente a los fundamentales de cada mercado, e, incluso el incremento de las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo fue insuficiente para provocar un repunte significativo de los precios del gas y del crudo. Hacia finales de mes, se acentuaron las presiones a la baja sobre el precio del petróleo debido a las crecientes dudas sobre la demanda en EE. UU. y China en medio de la continuada debilidad de la actividad manufacturera junto a un aumento de la oferta mundial de crudo. El precio del barril de Brent se llegó a situar sobre los 73 dólares, mínimo en lo que va de año y deshaciendo las ganancias acumuladas en 2024.

Sectores del S&P 500

Nivel (100 = 31 julio 2024)



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

Recortes de tipos de interés esperados hasta diciembre de 2024

(p. b.)

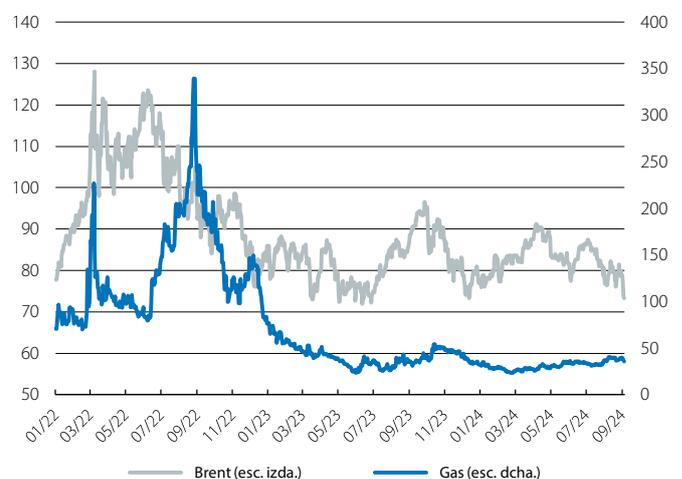


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Precios del gas y del petróleo

(Dólar/barril)

(Euro/MWh)



Nota: Gas natural TTF y petróleo Brent.

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

Tipos de interés (%)

	31-agosto	31-julio	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	4,25	4,25	0	-25,0	25,0
Euríbor 3 meses	3,49	3,65	-16	-41,9	-10,7
Euríbor 12 meses	3,09	3,39	-30	-42,5	-105,7
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,83	3,00	-18	-43,7	-79,1
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,39	2,53	-14	-1,3	-86,9
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,30	2,30	0	27,5	-13,8
Deuda pública a 10 años (España)	3,13	3,12	2	14,0	-30,7
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,91	2,93	-1	25,5	-27,7
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	5,50	5,50	0	0,0	25,0
SOFR 3 meses	5,02	5,24	-22	-31,5	-25,2
Deuda pública a 1 año	4,40	4,74	-34	-36,0	-99,4
Deuda pública a 2 años	3,92	4,26	-34	-33,3	-101,9
Deuda pública a 10 años	3,90	4,03	-13	2,4	4,9

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	31-agosto	31-julio	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	55	-2	-6,2	-21,1
Itraxx Financiero Sénior	60	62	-1	-6,7	-24,1
Itraxx Financiero Subordinado	107	111	-4	-15,4	-50,7

Tipos de cambio

	31-agosto	31-julio	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,105	1,083	2,1	0,1	1,2
EUR/JPY (yenes por euro)	161,490	162,360	-0,5	3,7	2,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,841	0,842	-0,1	-2,9	-2,1
USD/JPY (yenes por dólar)	146,170	149,980	-2,5	3,6	1,0

Materias primas

	31-agosto	31-julio	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	536,4	535,2	0,2	5,1	-3,0
Brent (\$/barril)	78,8	80,7	-2,4	2,3	5,6
Oro (\$/onza)	2.503,4	2.447,6	2,3	21,3	30,3

Renta variable

	31-agosto	31-julio	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	5.648,4	5.522,3	2,3	18,4	26,8
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.958,0	4.872,9	1,7	9,7	12,7
Ibex 35 (España)	11.401,9	11.065,0	3,0	12,9	18,2
PSI 20 (Portugal)	6.760,2	6.708,4	0,8	5,7	12,9
Nikkei 225 (Japón)	38.647,8	39.101,8	-1,2	15,5	14,5
MSCI emergentes	1.099,9	1.084,8	1,4	7,4	9,4

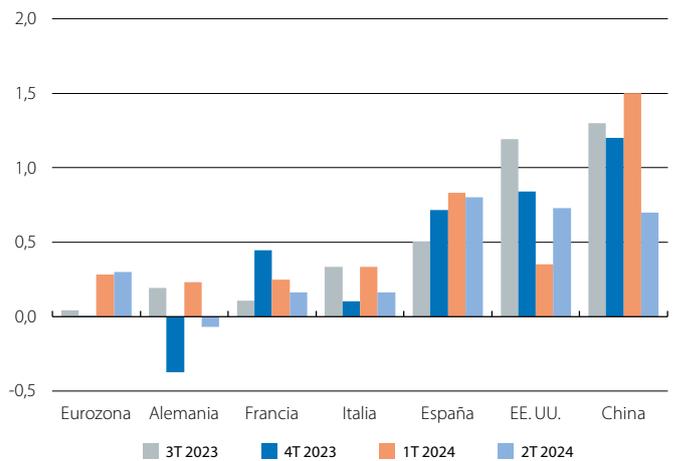
Con una inflación relativamente bajo control en el escenario internacional, ahora la atención se centra en el crecimiento

La economía global sigue avanzando a distintas velocidades en el 2T. EE. UU. sigue haciendo gala de una notable resiliencia y sorprendió al crecer un 0,7% intertrimestral (vs. un 0,4% en el 1T), lo que automáticamente conllevará una revisión al alza de nuestra previsión del crecimiento prevista para 2024 (2,4% en la actualidad). Mientras, el Reino Unido y Japón crecen a ritmos bastante elevados (0,6% y 0,8%, respectivamente). La eurozona, por su parte, sitúa su crecimiento intertrimestral en el 0,2%, tras el 0,3% del 1T, pero hay una sustancial disparidad por países. Alemania decepciona al retroceder un 0,1% mientras Francia e Italia crecieron ligeramente por encima de lo esperado (ambos un 0,2%), al tiempo que España destaca positivamente al repetir el robusto 0,8% del 1T. Por último, China defraudó al crecer un 0,7%, mínimo en dos años. En el 3T, parece poco probable que el crecimiento en las principales economías pueda acelerarse respecto a lo alcanzado en el 2T.

El mercado de trabajo en EE. UU. comienza a dar signos de moderación. Los datos de empleo han sido uno de los grandes protagonistas en el último mes. En julio, la creación de empleo no agrícola decepcionó al situarse en solo 89.000 puestos (tras revisarse a la baja), con una tasa de paro que repuntó 0,2 p. p., hasta el 4,3%. El mercado reaccionó de forma muy intensa (véase [la Coyuntura de Mercados](#)) debido a la aparente señal de recesión que indicaba el aumento de la tasa de paro: la Regla de Sahn señala que, cuando la tasa de desempleo promedio de los últimos 3 meses supera en 0,5 p. p. el mínimo marcado en los últimos 12 meses, nos encontramos a las puertas de una recesión. Creemos que esta hipótesis es excesiva y, además, tampoco se corresponde con el mensaje que envió la creación de empleo en agosto: 142.000 nuevos puestos y una tasa de paro que cede 0,1 p. p., hasta el 4,2%. Lo que sí resulta evidente es que en los últimos meses la creación de empleo se está ralentizando (la creación media por mes en el 1S superaba los 200.000), comportamiento que refleja una normalización ordenada del mercado de trabajo en línea con cierta ralentización de la economía ya en la segunda mitad del año, debido al impacto del endurecimiento monetario, por lo que creemos que la posibilidad de que entre en recesión a corto plazo es muy reducida.

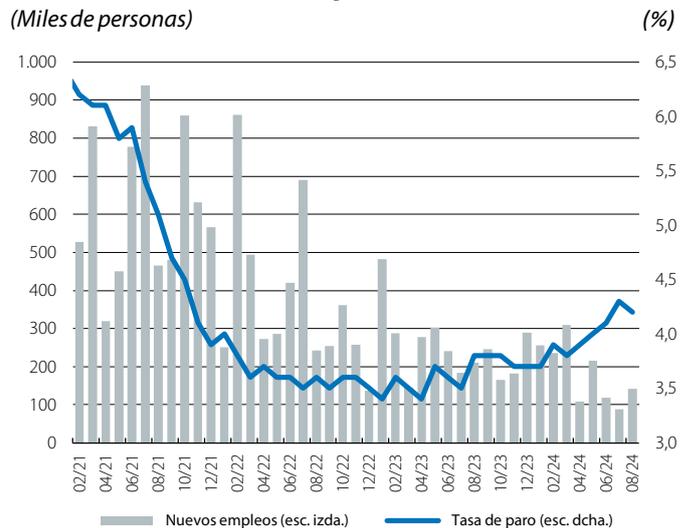
Por su parte, los principales indicadores de clima empresarial y de confianza del consumidor apuntan a que podríamos ver un mayor enfriamiento del sector industrial en el 3T. Los PMI de julio (54,3) y agosto (54,1) se sitúan por encima de la media del 2T (53,5) y superan claramente el umbral de 50 que apunta a crecimiento positivo. Este buen comportamiento se explicaría por el renovado dinamismo que se observa en servicios (55,2 en agosto), que más que compensa el sustancial deterioro que se está produciendo en la industria (48,0). Los datos *hard* de julio apuntan en esta dirección: en tasas mensuales, las ventas minoristas crecieron un 1,0% y el consumo de las familias, un 0,4%, mientras que la producción industrial cayó un 0,6% y los pedidos de bienes de capital, sin transporte y defensa (*proxy* de la inversión en capital fijo) retrocedieron un 0,1%.

Global: PIB Variación intertrimestral (%)



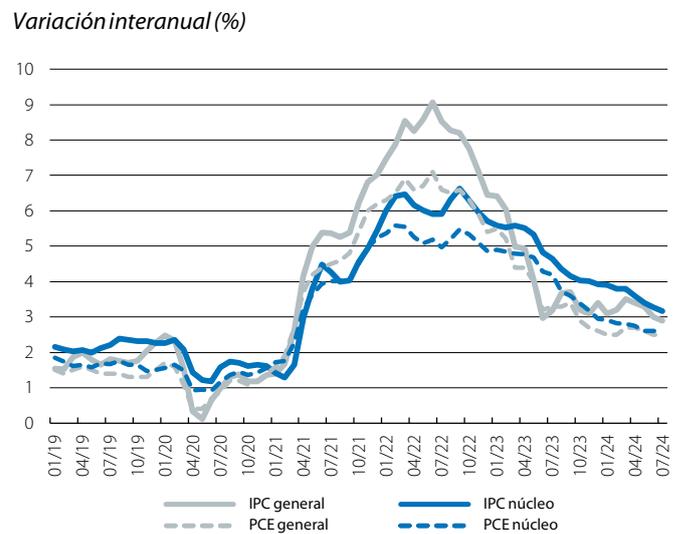
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del Bureau of Economic Analysis y de la Oficina de Estadística china.

EE. UU.: mercado de trabajo



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

EE. UU.: medidas de inflación



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

La inflación estadounidense prosigue con su lento goteo a la baja. En julio, tanto la inflación general como la subyacente cayeron 0,1 p. p., hasta el 2,9% y 3,2%, respectivamente, mientras que el deflactor del consumo privado mantuvo su ritmo de avance interanual sin cambios en el 2,5% el total y en el 2,6% el subyacente. Pese a que los progresos en la convergencia de la inflación hacia el 2,0% se han ralentizado en los últimos meses, las expectativas se encuentran bastante ancladas, lo que explica el cambio en el discurso de la Fed (véase la *Coyuntura de Mercados*).

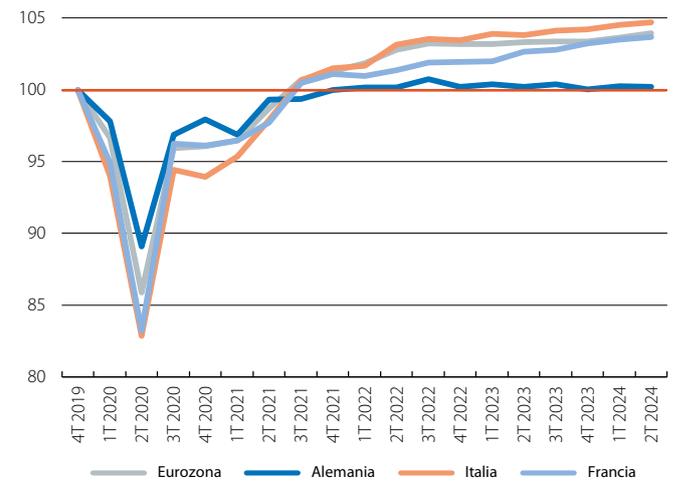
La debilidad de Alemania condiciona al conjunto de la eurozona. El PIB alemán cayó en el 2T (-0,1% intertrimestral) y la evolución seguida en verano por los principales indicadores de clima industrial y de confianza reducen las posibilidades de un repunte significativo de la actividad en el 3T. Según el ZEW, en agosto el porcentaje de encuestados que no ve cambios en la situación sube hasta casi el 50%; el Ifo cayó en julio y agosto, situándose en 86,6 (100 indica crecimiento cercano a su media), y los PMI cayeron en los meses de verano por debajo del umbral de 50, que indica crecimiento positivo. Todo apunta a que la economía no será capaz de remontar a corto plazo, lo que aconseja una revisión a la baja del ya modesto 0,2% de crecimiento estimado para 2024. Respecto al resto de grandes economías del área, destaca el «efecto arrastre» para la economía francesa de la celebración de las Olimpiadas en París: los indicadores de clima y confianza empresarial alcanzan en agosto niveles compatibles con un crecimiento en el 3T superior al del 2T gracias al sector servicios. En consecuencia, el PIB del conjunto de la eurozona podría mantener en el 3T el ritmo de crecimiento anotado en el 2T, si bien los riesgos se concentran a la baja.

La mayor inflación en servicios contrarresta el abaratamiento de la energía en la eurozona. La inflación general cayó en agosto 0,4 p. p. hasta el 2,2%, mientras que la núcleo bajó 0,1 p. p., hasta el 2,8%. A la notable caída en los precios de la energía (-3,0% vs. 1,2%), se suma el abaratamiento de los bienes (0,4% vs. 0,7%) que apuntan que el proceso desinflacionista empieza a extenderse a más componentes de la cesta. Además, la moderación en los salarios negociados (3,6% interanual en el 2T vs. 4,7%) reduce el riesgo de tensiones inflacionistas de segunda ronda. Sin embargo, la inflación en servicios sigue bastante elevada y, en agosto, incluso repunta 0,2 p. p., hasta el 4,2%, máximo desde octubre de 2023, si bien hay que tener en cuenta el impacto de las Olimpiadas de París.

Modestas perspectivas para la economía china en el 3T. El sector residencial sigue siendo el mayor lastre de la economía china: los precios de la vivienda prolongan su ajuste y en julio cayeron un 7,6% en la vivienda nueva y casi un 14% en las de segunda mano, respecto de su máximo cíclico. Además, las viviendas iniciadas retroceden más de un 23% en lo que va de año hasta julio y las viviendas terminadas, casi un 22%. Tampoco la inversión en activos fijos logra remontar y, en el acumulado del año hasta julio, frena su crecimiento hasta el 3,6% (3,9% hasta junio). El consumo tampoco parece coger impulso y la aparente recuperación de las ventas minoristas en julio (2,7% interanual vs. 2,0%) responde a un efecto base, con una desagregación por componentes que muestra que los hogares están recortando en todo lo que no sean bienes esenciales. La producción industrial también pierde algo de tono en julio (5,1% interanual vs. 5,3% anterior), destacando la desaceleración de la producción de coches: 4,4% interanual, frente a tasas del 9,0% en media del 15, y lejos de los crecimientos de dos dígitos de los años previos. En suma, estas evidencias de desaceleración justificarían un mayor estímulo fiscal que asegurase el cumplimiento del objetivo de crecimiento del 5,0% en 2024.

Eurozona: PIB real

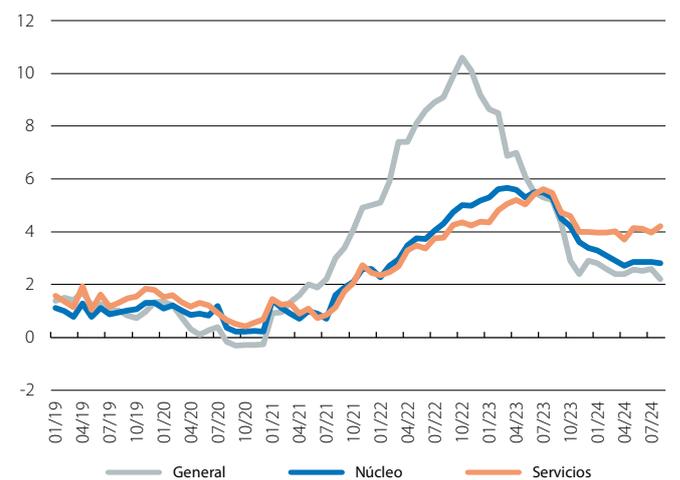
Índice (100 = 4T 2019)



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

Eurozona: inflación

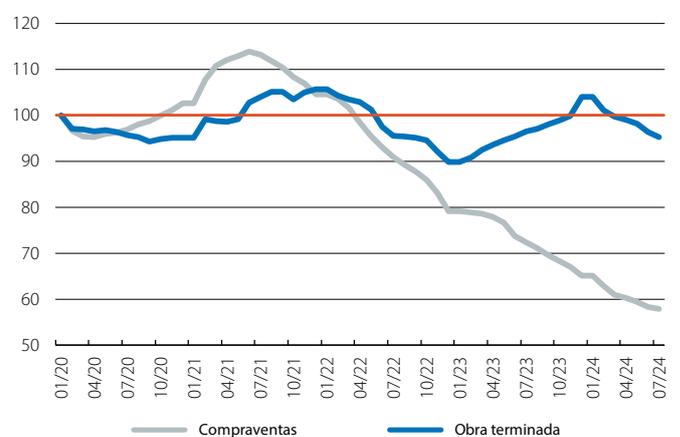
Variación interanual (%)



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

China: indicadores del sector residencial *

Índice (100 = enero 2020)



Nota: * Los datos se refieren a superficies totales (en millones de m²) construidas y vendidas, y se utilizan promedios de 12 meses (excluyendo los meses de enero y febrero de cada año).

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

Déficit y deuda en ascenso: el futuro de las finanzas públicas de EE. UU.

Anualmente, la Congressional Budget Office (CBO) de EE. UU. publica un informe con proyecciones a 10 años sobre los ingresos y los gastos públicos, los superávits o déficits resultantes y la deuda pública necesaria para financiar el Gobierno federal. Estas proyecciones se elaboran bajo el supuesto de que, durante la próxima década, tanto los ingresos como los gastos siguen las tendencias marcadas por las políticas actuales y que la inflación y el crecimiento del PIB se sitúan, de media, en el 2,0% y el 1,8%, respectivamente. Como todos los ejercicios de este estilo, las proyecciones publicadas por la CBO no pretenden dar una medida exacta de la posición de las cuentas públicas en el futuro (nadie puede predecir un cambio de legislación o la irrupción de un *shock* económico), pero sí ofrecen una visión clara acerca de la situación fiscal actual y de su posible evolución bajo diferentes supuestos.

Con estas consideraciones en mente, el informe publicado en junio por la CBO muestra que, sin cambios sustanciales en las actuales políticas fiscales, el deterioro de las cuentas públicas durante la próxima década sería notable: el déficit representaría un 7% del PIB en 2034, muy por encima del 3,7% histórico, y la deuda pública seguiría una senda ascendente hasta alcanzar nuevos máximos, situándose en un 122% del PIB.

Los intereses de la deuda y los gastos de programas sociales incrementarán el gasto público total

Se estima que, en 2024, el gasto público ascenderá a 6,8 billones de dólares y que, para 2034, alcance los 10,3 billones, un 24% y un 25% del PIB, respectivamente, frente a su promedio histórico del 21%. Este incremento vendrá de la mano de las partidas denominadas «obligatorias» (*mandatory*) y por un aumento en el gasto en intereses. Los gastos obligatorios, que incluyen compromisos como la Seguridad Social y la sanidad, se verán impulsados principalmente por el envejecimiento de la población y el aumento de los costes sanitarios.¹ De hecho, para 2034, se estima que el gasto en sanidad, en proporción al PIB, sea el doble que el promedio de los últimos 50 años. Los pagos de intereses también aumentarán, pasando del 2,4% del PIB en 2024 al 4,1% en 10 años, máximo desde 1940, y llegando a alcanzar la misma cifra que el gasto en Medicare,² debido, principalmente, al aumento de la deuda (el tipo promedio proyectado del *treasury* a 10 años es del 3,80%, cerca del promedio de los últimos 20 años). Por otro lado, el gasto discrecional, que es el aprobado anual-

1. La CBO estima que el número de beneficiarios de la Seguridad Social crece más rápido que la población total, y que el coste de atención médica por beneficiario crece más rápido que el PIB per cápita.

2. Medicare es el programa de sanidad para mayores de 65 años y personas con determinadas discapacidades.

EE. UU.: proyecciones de la CBO de gasto e ingresos públicos

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la CBO y la Secretaría del Tesoro de EE. UU.

mente por el Congreso, y que incluye partidas como defensa, transporte y educación, se reduciría a lo largo de la próxima década hasta marcar un mínimo histórico del 5,5% del PIB en 2034 (6,3% en 2024).

Los ingresos aumentarán si no se extienden las reducciones de impuestos

Para 2024, se estima que el Gobierno ingrese un total de 4,9 billones de dólares, un 17% del PIB, y que paulatinamente aumenten hasta 7,5 billones, el 18% del PIB, en 2034, algo por encima del promedio del 17% sobre el PIB de los últimos 20 años, tras el vencimiento a finales de 2025 de los recortes de impuestos promulgados en 2017 bajo la presidencia de Trump.³ Así, los ingresos por impuestos de sociedades, IRPF y cotizaciones a la Seguridad Social, que aportan más de tres cuartos de todos los recursos del Gobierno federal, pasarán del 15,5% al 16,7% del PIB. El resto de los ingresos se mantendrán bastante estables en términos de PIB en los próximos años.

El déficit y la deuda pública alcanzarán máximos históricos

Según las proyecciones de la CBO, el déficit fiscal en 2024 será de 1,9 billones de dólares, es decir, un 7% del PIB, y para 2034 ascenderá a 2,8 billones de dólares, un 6,9% del PIB. Esto implica que, para finales del periodo proyectado, el déficit en términos de PIB será todavía el doble que el promedio registrado durante los cinco años anteriores a la pandemia. Además, será la primera vez desde 1930 que el déficit superará el 5,5% del PIB por más de cinco años consecutivos. El déficit primario, que excluye los pagos de

3. El *Tax Cuts and Jobs Acts* recortó el impuesto de sociedades del 35% al 21% y redujo las tasas máximas de cada tramo impositivo del IRPF.

intereses de la deuda, disminuirá del 3,9% del PIB al 2,8%, por debajo incluso del promedio del 4,1% de la última década, pero esto será insuficiente para compensar el aumento ya mencionado del gasto en intereses. En consecuencia, estos mayores déficits se financiarán con una mayor emisión de deuda pública, que pasaría de 28,2 billones de dólares (99% del PIB) a 50,6 billones de dólares (122% del PIB) en 2024.

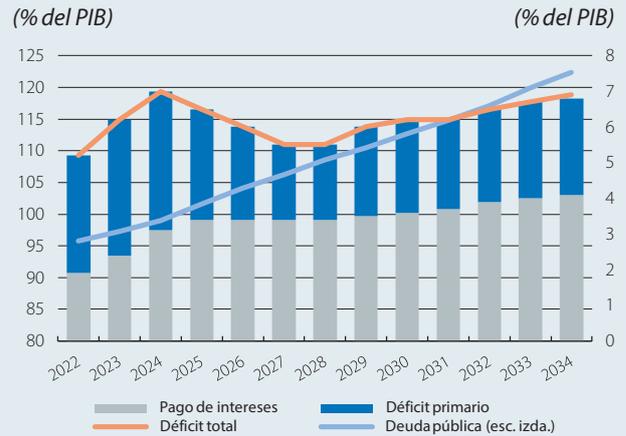
¿Qué puede cambiar?

Más allá de los posibles *shocks* económicos inesperados que podrían alterar significativamente las previsiones de crecimiento, inflación y tipos de interés en el escenario base de la CBO, el principal determinante de la futura evolución de las cuentas públicas será la política fiscal que aplique la Administración resultante de las próximas elecciones. Sin embargo, las propuestas económicas conocidas hasta ahora de ambos candidatos apuntan más bien a agravar el ya deteriorado panorama fiscal: desde la expansión del gasto para programas sociales, hasta nuevas bajadas de impuestos de sociedades y del IRPF. *A priori*, no parece que ninguno de los dos grandes partidos políticos pretenda adoptar políticas destinadas a reducir el déficit público, lo que, no obstante, puede responder a una estrategia electoral.

Pero una cosa es prometer en campaña y otra la realidad. De hecho, tanto la Reserva Federal como diversas instituciones han emitido advertencias acerca del camino que recorrerá la deuda, que consideran insostenible. Incluso la agencia de *rating* Moody's rebajó la perspectiva de la deuda estadounidense de estable a negativa el pasado noviembre. Por ahora los mercados financieros no se han mostrado demasiado preocupados por la sostenibilidad fiscal estadounidense, pero la historia (como el «efecto Truss» en el Reino Unido) nos alerta de que la sensibilidad de los «*bond vigilantes*» puede despertar de forma repentina ante un empeoramiento del escenario fiscal. Y la falta de claridad en los planes fiscales no deja de ser un riesgo para los mercados financieros.

Isabela Lara White

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



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

La desconexión entre EE. UU. y China acentúa la fragmentación de la economía mundial

Los datos de los últimos trimestres parecen refrendar la hipótesis de que la globalización está mutando respecto a las tres décadas anteriores. Estos datos muestran una creciente evidencia de dos grandes fenómenos: la ralentización del comercio de bienes pero no de servicios y la creciente fragmentación del comercio y la producción mundiales. El epicentro de estos fenómenos se encuentra en una China cada vez más relevante en la producción manufacturera global, que produce bienes más sofisticados (lo que favorece la desconexión de otras economías en un momento geopolítico complejo) y que se está desconectando de EE. UU. cada vez por más canales.

De una globalización de bienes... ¿a otra de servicios?

El comercio mundial de bienes prolongó en 2023 la paulatina ralentización que comenzó la década pasada con la transición en China hacia un mayor peso del consumo interno. El dato de 2023 se explica principalmente por la contracción del comercio en Europa, aún lastrado por unos elevados precios de la energía. Esta desaceleración, no obstante, no se observó en el comercio de servicios, que continuó creciendo a tasas elevadas (las exportaciones mundiales de servicios en términos corrientes crecieron un 8,4% en 2023, frente a un crecimiento medio anual del 4,6% entre 2012 y 2019), si bien este aún representa un porcentaje del comercio global muy inferior: en torno al 7,5% del PIB mundial, frente a un comercio de manufacturas que supone más del 15%, aunque la diferencia se ha reducido (en 2008 representaban el 6,3% y el 16,4% del PIB mundial, respectivamente).

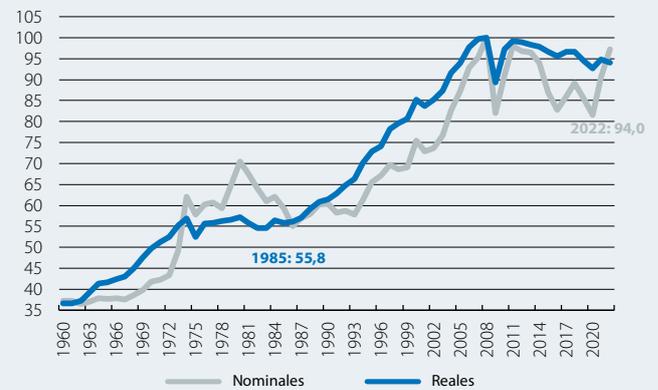
Por otro lado, la fortaleza del dólar y, en general, el endurecimiento de las condiciones financieras en el conjunto del año 2023 también supuso un lastre adicional al crecimiento del comercio de bienes, por cuanto tiende a dificultar la financiación de procesos productivos y de exportación complejos, como ya explicamos en esta primera revisión al estado de la globalización.¹

En este sentido, de materializarse en los próximos trimestres los recortes de tipos de la Fed y otros bancos centrales que esperamos, las condiciones financieras globales tenderían a relajarse y el dólar debería prolongar su depreciación de las últimas semanas, favoreciendo con ello una mejoría del comercio mundial de bienes tanto en 2024 como en 2025 (la OMC espera que el comercio de bienes crezca estos años un 2,6% y un 3,3% anual, respectivamente). Los datos de volumen de exportaciones mundiales del 1T, así como los datos de comercio de países asiáticos hasta el verano, ya muestran una cierta mejoría en lo que va de año.

1. Véase el Focus «¿Quo vadis, globalización? (parte I): la larga ralentización», en el IM10/2023.

Evolución de la ratio de exportaciones de bienes/PIB mundial

Índice (100 = 2008)

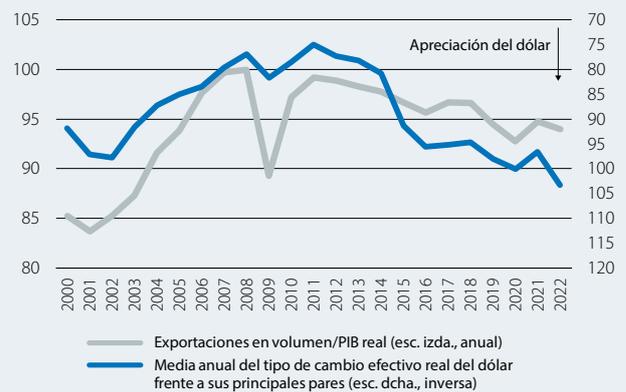


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OMC y del Banco Mundial.

Exportaciones mundiales de bienes/PIB y evolución del dólar

Índice (100 = 2008)

Índice, inverso



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OMC, del Banco Mundial y de Bloomberg.

La economía mundial muestra signos de fragmentación en todos los sectores y métricas

Además de la ralentización del comercio de bienes, también hay evidencia de una mayor fragmentación del comercio y de las cadenas de valor globales (CVG). Varios estudios han constatado el menor comercio entre bloques geopolíticos tras la guerra en Ucrania, con el comercio intrabloque creciendo más rápidamente que el comercio interbloques.² De forma similar, también la desconexión entre China y EE. UU. prosigue su curso, y el comercio de bienes y servicios entre ambos países entre 2018 y lo que llevamos de 2024 creció 25 p. p. menos que el comercio de

2. Véase Blanga-Gubbay, M. y Rubínová, S. (2023). «Is the global economy fragmenting?». WTO Staff Working Papers ERSD-2023-10, World Trade Organization (WTO), Economic Research and Statistics Division.

EE. UU. con el resto del mundo (con México como principal beneficiario).

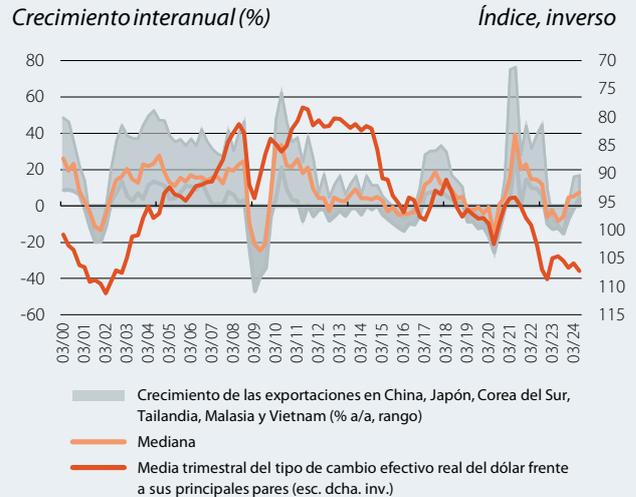
Estos indicios de fragmentación no se presentan solo para el comercio de bienes. EE. UU. está importando los servicios de más valor añadido con mayor preferencia de países cercanos y alineados políticamente. Sus importaciones de servicios TIC (que abarcan desde actividades informáticas hasta servicios financieros) desde otros países desarrollados, como la eurozona y Canadá, no han dejado de aumentar desde 2018, en detrimento de las asiáticas, principalmente de la India.

También los flujos de inversión extranjera directa (IED) se están viendo afectados por la fragmentación, reorientándose hacia países más próximos en una tendencia que está aumentando en los últimos años, y es particularmente acusada en sectores sensibles para la transición digital y ecológica.³ Esta tendencia es evidente en los flujos de EE. UU. hacia China (y viceversa), si bien las empresas de la eurozona han incluso aumentado su inversión en China en los últimos años. También respecto a la IED, el principal beneficiario de la desconexión chinoestadounidense está siendo México, muy favorecido por los subsidios del IRA estadounidense.

El gran tamaño de China distorsiona la imagen global

Una salvedad que hay que tener en cuenta al analizar las tendencias mundiales es que el gran tamaño de las economías de China y EE. UU. puede distorsionar la imagen global, lo que aconseja cautela a la hora de sacar conclusiones respecto a la globalización. En particular, en el caso chino y las CVG, dado el papel tan preponderante del país en la producción manufacturera mundial: China produjo en 2020 (último año con datos disponibles) un 35,4% de las manufacturas mundiales, una cifra equivalente a lo

Crecimiento de las exportaciones de las principales economías asiáticas y evolución del dólar



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

Importaciones TIC de EE. UU. por país de origen

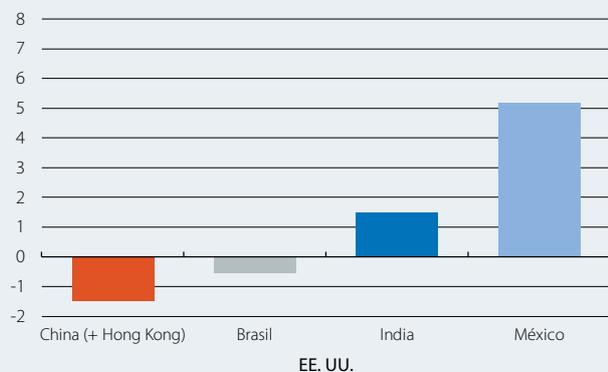
(% respecto al total de importaciones TIC)



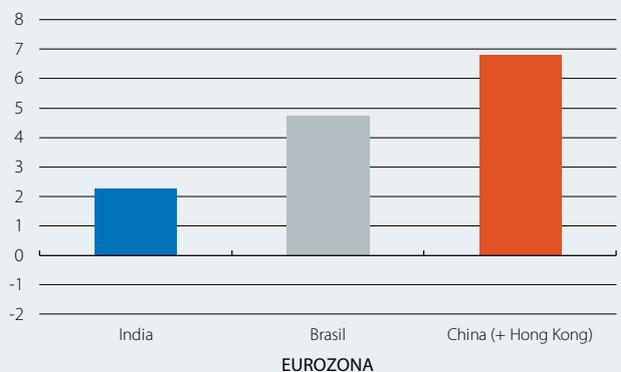
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis.

Aumento de la IED de EE. UU. y la eurozona pos-COVID

(Miles de millones de dólares)



(Miles de millones de euros)



Nota: Diferencia entre la media pos-COVID (2T 2021-1T 2024) y la pre-COVID (2009-2019) de la suma móvil de 4 trimestres de los flujos de IED.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis y del BCE.

3. Véase FMI. Research Dept. (2023). «Chapter 4: Geoeconomic Fragmentation and Foreign Direct Investment». World Economic Outlook, April 2023: A Rocky Recovery.

producido por la suma de los siguientes nueve países más relevantes: EE. UU., Japón, Alemania, India, Corea del Sur, Italia, Francia, Taiwán y Brasil.

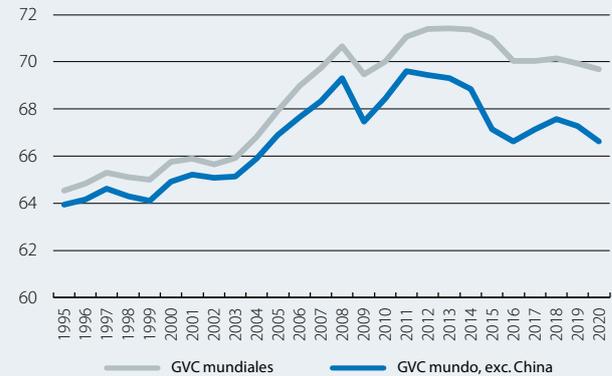
Si atendemos a la imagen global de la situación de las CVG, estas habrían ya alcanzado el tope de su desarrollo, pero no arrojarían una lectura demasiado negativa de la fragmentación de la economía mundial. Sin embargo, las cadenas de valor chinas mantienen una complejidad elevada y son cada vez más domésticas, es decir, que el país se ha sofisticado y girado hacia su mercado interno. Por otro lado, las del resto del mundo se están haciendo más cortas, aunque sin volverse más domésticas, sino, seguramente, y a tenor de lo ya expuesto, regionalizándose.

La sofisticación de la economía china se observa, por ejemplo, en su liderazgo en la fabricación de coches eléctricos. China fue en 2023 el mayor exportador mundial de coches eléctricos, lo que, unido a un gran crecimiento en la fabricación y exportación de coches con motor de combustión interna, hizo que el país fuera el principal exportador de automóviles del mundo en 2023.⁴ El actual contexto de realineamiento geopolítico de Occidente hace a estos bienes vulnerables a trabas comerciales, lo que podría profundizar la fragmentación de la economía mundial en los próximos trimestres.

En definitiva, la fragmentación de la economía mundial es cada vez más evidente, aunque con un epicentro claro en China y en su relación con EE. UU. Unas condiciones financieras más laxas y un dólar algo más débil los próximos trimestres deberían favorecer el comercio mundial de bienes, aunque si la UE se desconecta de China de forma similar a EE. UU., esto podría suponer una estocada adicional a la globalización tal y como la conocimos hasta la década pasada.

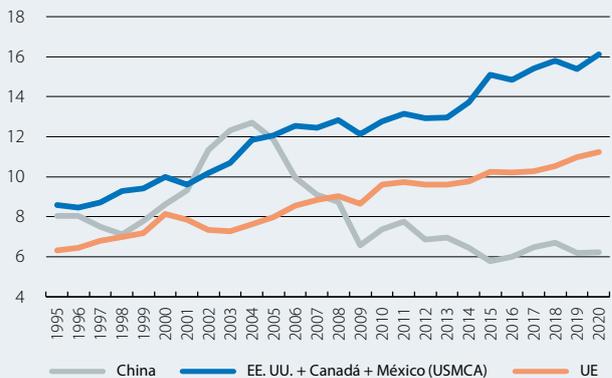
David del Val

Profundidad de las cadenas de valor global (CVG)
(% de la producción de bienes manufacturados intermedios respecto a la producción total de bienes manufacturados)



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

Localización de las cadenas de valor global (CVG)
(% de la importación de bienes intermedios respecto a su producción)



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

4. Véase Ng Shing, E. y Santana, R. (2024). [Data Blog - trade data reveal changing patterns in electric vehicles market](#), WTO Blog.

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Actividad									
PIB real	1,9	2,5	2,9	3,1	2,9	3,1	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	8,6	5,3	4,6	5,0	2,9	3,4	3,6	3,4	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	105,4	109,0	102,7	106,3	98,9	97,8	101,9	103,3
Producción industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,1	–0,5	0,2	1,1	–0,2	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	47,6	46,9	49,1	48,8	48,5	46,8	47,2
Viviendas iniciadas (miles)	1.552	1.421	1.380	1.481	1.407	1.340	1.329	1.238	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	307	312	316	321	325	329	330	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,1	4,3	4,2
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,0	60,3	60,4	60,3	60,2	60,1	60,1	60,0	60,0
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,0	–2,9	–2,8	–2,8	–2,9	...	...
Precios									
Inflación general	8,0	4,1	3,5	3,2	3,2	3,2	3,0	2,9	...
Inflación núcleo	6,2	4,8	4,4	4,0	3,8	3,4	3,3	3,2	...

JAPÓN

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Actividad									
PIB real	1,2	1,7	1,3	0,9	–0,9	–0,8	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	32,2	35,2	36,2	36,5	38,9	37,0	36,4	36,7	36,7
Producción industrial	0,0	–1,4	–3,6	–0,9	–4,3	–2,9	–4,8	–0,7	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	9,0	13,0	11,0	13,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,7	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–2,7	–1,8	–1,2	–1,0	–1,0	–1,0	...
Precios									
Inflación general	2,5	3,3	3,1	2,9	2,5	2,7	2,9	2,7	...
Inflación subyacente	1,1	3,9	4,3	3,9	3,2	2,2	2,1	1,9	...

CHINA

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Actividad									
PIB real	3,0	5,2	4,9	5,2	5,3	4,7	–	–	–
Ventas al por menor	–0,8	7,8	4,2	8,3	4,7	2,6	2,0	2,7	...
Producción industrial	3,4	4,6	4,2	6,0	5,8	5,9	5,3	5,1	...
PMI manufacturas (oficial)	49,1	49,9	49,7	49,3	49,7	49,8	49,5	49,4	49,1
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	899	865	901	865	841	...	868	872	...
Exportaciones	7,1	–5,1	–10,8	–3,3	–1,7	...	7,9	6,7	...
Importaciones	0,7	–5,5	–8,5	0,9	1,6	...	–2,4	7,2	...
Precios									
Inflación general	2,0	0,2	–0,1	–0,3	0,0	0,3	0,2	0,5	...
Tipo de interés de referencia ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	...	3,5	3,4	3,4
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	...	7,3	7,3	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	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Ventas al por menor (variación interanual)	1,2	-2,0	-2,3	-0,7	-0,2	0,3	-0,3	...	...
Producción industrial (variación interanual)	2,3	-2,2	-4,8	-3,8	-4,7	-3,4	-3,9	...	...
Confianza del consumidor	-21,9	-17,4	-26,9	-26,9	-26,9	-26,9	-14,0	-13,0	-13,5
Sentimiento económico	102,1	96,4	96,5	96,5	96,5	96,5	96,0	96,0	96,6
PMI manufacturas	52,1	45,0	43,2	43,9	46,4	46,3	45,8	45,8	45,8
PMI servicios	52,1	51,2	49,2	48,4	50,0	53,1	52,8	51,9	53,3
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	2,2	1,4	1,4	1,2	1,0	...	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,7	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,0	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	...
Italia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,7	7,4	7,2	6,8	6,9	6,5	...
PIB real (variación interanual)	3,5	0,5	0,1	0,2	0,5	0,6	-	-	-
Alemania (variación interanual)	1,7	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	-	-	-
Francia (variación interanual)	2,6	1,1	0,9	1,3	1,5	1,0	-	-	-
Italia (variación interanual)	4,2	1,0	0,6	0,7	0,6	0,9	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
General	8,4	5,5	5,0	2,7	2,6	2,5	2,5	2,6	2,2
Núcleo	3,9	5,0	5,1	3,7	3,1	2,8	2,9	2,9	2,8

Sector exterior

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Saldo corriente	-0,4	1,9	1,5	1,9	2,6	3,1	3,1	...	...
Alemania	4,2	6,2	5,9	6,2	6,5	6,8	6,8	...	...
Francia	-1,2	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	-1,1	-1,1	...	...
Italia	-1,6	0,5	0,0	0,5	1,1	1,6	1,6	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,9	95,1	95,2	95,2	95,0	95,5	95,7

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	6,7	2,7	1,1	0,1	0,3	0,4	0,7	0,6	...
Crédito a hogares ^{2,3}	4,4	1,7	1,1	0,5	0,3	0,3	0,3	0,5	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,8	4,6	5,0	5,2	5,1	5,1	5,0	5,1	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	2,0	4,4	4,7	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	6,3	-8,5	-11,3	-10,7	-8,8	-5,5	-4,0	-3,6	...
Otros depósitos a corto plazo	4,5	21,1	23,2	21,0	18,4	14,4	12,8	11,4	...
Instrumentos negociables	3,7	20,4	20,4	19,8	20,1	19,7	18,7	21,0	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	2,7	3,0	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	...

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.

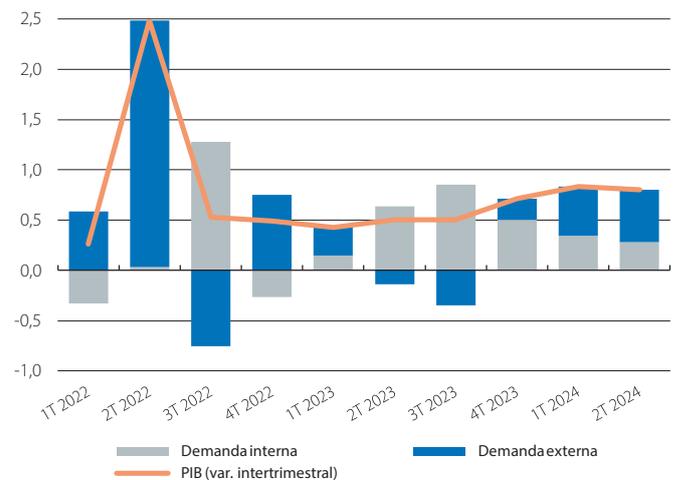
España: perspectivas de crecimiento sólidas, aunque más moderadas que las del 1S

La economía española sorprendió al alza en la primera mitad del año, pero se espera cierta moderación en la segunda mitad. El PIB creció a una tasa del 0,8% intertrimestral tanto en el 1T como en el 2T del año. Esta fortaleza se debe principalmente al buen comportamiento del sector exterior derivado del dinamismo del sector turístico en el 1T, y del buen desempeño de las ventas exteriores de bienes frente a una tónica de moderación de las importaciones en el 2T. De cara a los próximos trimestres, el sector exterior podría ir cediendo protagonismo a la demanda interna ante la normalización del ritmo de crecimiento del sector turístico y a la debilidad que muestran nuestros principales socios comerciales de la eurozona. A su vez, la demanda interna debería ir cogiendo más fuerza, a medida que prosigue la recuperación del poder adquisitivo y se va reduciendo la incertidumbre acerca de las perspectivas de la política monetaria. Con todo, no se espera que la mayor fortaleza de la demanda interna pueda compensar plenamente la desaceleración del sector exterior.

El crecimiento del PIB de España del 2T 2024 sorprende al alza. El PIB creció un 0,8% intertrimestral en el 2T, por encima del crecimiento promedio de la eurozona (0,3% intertrimestral) y por encima de nuestras expectativas, que anticipaban un avance del 0,5%. En términos interanuales, la tasa se aceleró hasta el 2,9%, desde el 2,6% del trimestre anterior. El sector exterior se mantiene como principal motor de crecimiento, con una aportación de 0,5 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, y una demanda interna que también crece, aunque a un ritmo más modesto, y que aporta 0,3 p. p. al crecimiento del PIB. El consumo privado avanzó un 0,3% intertrimestral y el público, un 0,2%. La inversión mantuvo un ritmo de crecimiento notable, del 0,9% intertrimestral, impulsada sobre todo por la inversión en construcción. Por su parte, las exportaciones crecieron un 1,2% intertrimestral, gracias a las exportaciones de bienes, mientras que las importaciones retrocedieron un 0,2%.

Los primeros indicadores de actividad disponibles para el 3T muestran un tono más contenido. El índice PMI para el sector manufacturero se ha ido desacelerando a lo largo de julio y agosto, y en su última lectura marca 50,5 puntos, por debajo de los 52,3 puntos de junio. Por su parte, tras sufrir un bache en julio, el PMI para el sector servicios ha repuntado en agosto y se emplaza en los 54,6 puntos (56,8 puntos en junio). Dado que se mantienen por encima del umbral que marca crecimiento en el sector, que se sitúa en los 50 puntos, ambas lecturas apuntan a crecimiento de la actividad en los respectivos sectores, aunque a ritmos más moderados que los del trimestre anterior. Por el lado del consumo, la confianza del consumidor retrocedió en agosto y marcó -15,2 puntos frente a los -13,7 puntos de julio.

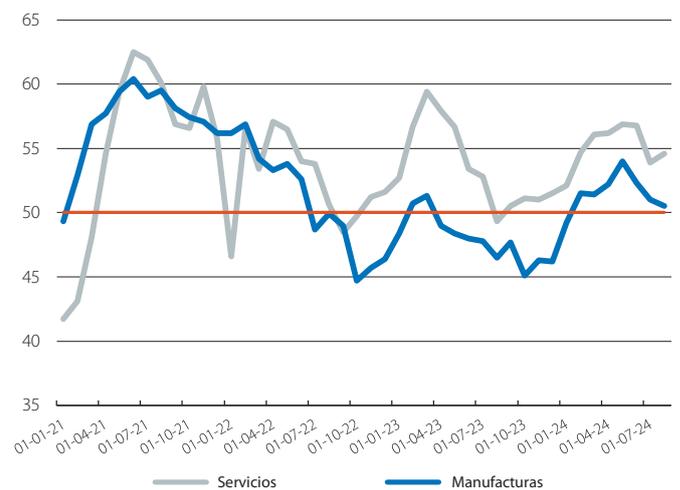
España: contribución al crecimiento del PIB
P. p. y variación intertrimestral (%)



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

España: PMI

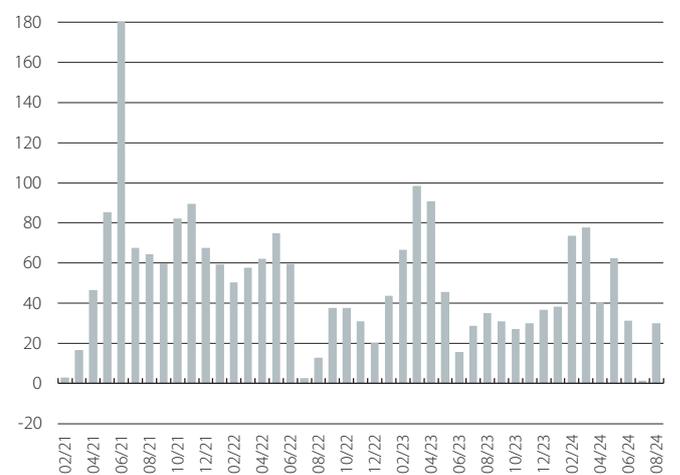
Nivel



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

España: afiliados a la Seguridad Social

Variación intermensual (miles) *



Nota: * Datos desestacionalizados.

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

En contraposición, el índice de comercio al por menor avanzó un 0,5% intermensual en julio y llevó la tasa interanual hasta el 1,0%, frente al 0,4% del mes anterior.

El mercado laboral también avanza con más moderación. Como es habitual en un mes de agosto, la afiliación a la Seguridad Social cayó. Este mes lo hizo en 193.704 trabajadores respecto al mes anterior, un -0,91%. Este descenso está en línea con el habitual en un mes de agosto: el año pasado retrocedió un 0,89% en tasa mensual y un 0,88% en el promedio de los meses de agosto del periodo 2014-2019. La cifra total de afiliados se sitúa en 21.189.402, lo que supone 482.902 personas más que hace un año, y una tasa interanual del 2,3% (2,4% en julio). Corrigiendo la estacionalidad, el empleo anota en agosto una subida de 30.189 afiliados tras haberse mantenido prácticamente plano en julio (+1.335). En lo que va del 3T, el crecimiento intertrimestral de los afiliados se desacelera hasta el 0,3%, desde el 0,8% del 2T.

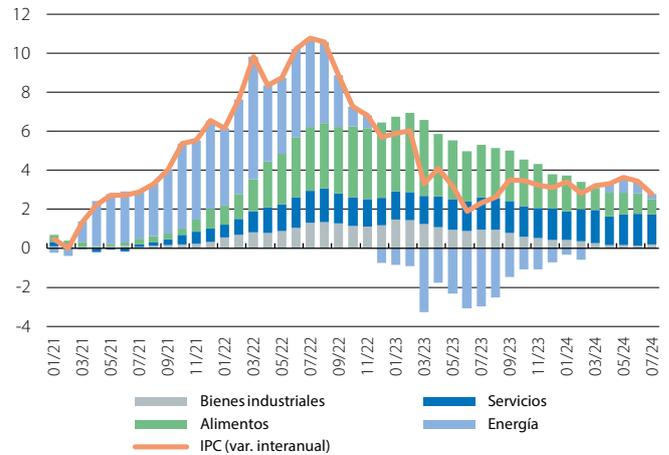
La inflación general se acerca al 2% en agosto. Según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE, la inflación general cayó 6 décimas en agosto hasta situarse en el 2,2%, debido al descenso de los precios de los carburantes y, en menor medida, de los alimentos sin elaborar. A falta del desglose por categorías, la caída de los precios de los alimentos anticipada por el INE podría suponer un alivio para la partida con inflación más elevada durante este año (4,7% promedio). Por otro lado, la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) se situó en el 2,7% (0,1 p. p. menos que en julio). El dato de este mes supone un paso más hacia la normalización de la inflación; no obstante, el aumento del precio de la electricidad esperado por los mercados de futuros podría frenar esta tendencia de corrección a finales de año.

Pese a la caída de las exportaciones, el déficit comercial se reduce con fuerza en junio. Por primera vez en tres meses, las exportaciones de bienes cayeron en junio, un 3% interanual, pero, dado que las importaciones lo hicieron con más intensidad (-7,3%), el déficit se redujo hasta 713 millones de euros (-2.355 millones en junio de 2023). Por componentes, el déficit de la balanza energética se emplazó en los 2.158 millones, cifra inferior a los 2.454 millones de junio de 2023, y el saldo no energético arrojó una posición superavitaria de 1.445 millones de euros, frente a los 99 millones de hace un año. Con este dato, el 1S 2024 cerró con un déficit de 15.822 millones, cifra que mejora ligeramente la del 1S 2023 (-16.420 millones), pero que supera el promedio de 2014-2019 (-11.938 millones).

Las compraventas de vivienda mantienen una senda de moderación. En junio, las transacciones de viviendas disminuyeron un 6,1% en tasa interanual. Por tipo de vivienda, el tímido avance del 0,9% interanual de las compraventas de vivienda nueva no pudo compensar el retroceso del 7,8% interanual de las de segunda mano. A pesar del retroceso, las compraventas de vivienda se mantienen en una cota elevada: en el acumulado de 12 meses, se han realizado cerca de 570.000 transacciones, un 12,8% más que las que se produjeron en 2019.

España: contribución a la inflación por componentes

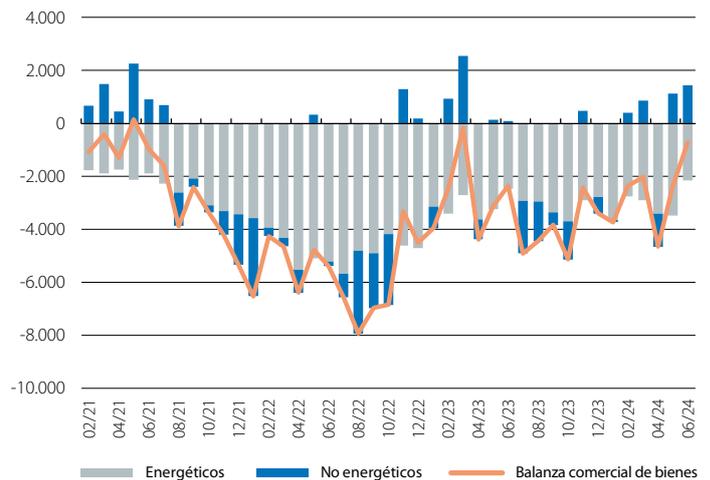
P. p. y variación interanual (%)



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

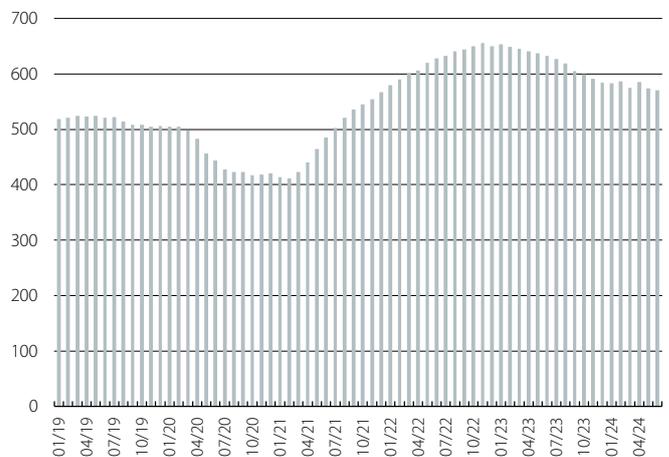
España: saldo comercial de bienes

Datos mensuales (millones de euros)



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

España: compraventas de vivienda (Miles)*



Nota: * Acumulado de 12 meses. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Los factores que han impulsado el ahorro de los hogares españoles

En 2023, el crecimiento de la renta bruta disponible de los hogares (RBD) en términos nominales fue de un impresionante 11% interanual. En cambio, el gasto de las familias en términos nominales fue menos pujante, con un avance del 6,1%. A resultas de ello, la tasa de ahorro alcanzó el 11,7% de la renta disponible a finales de 2023, notablemente por encima del promedio histórico del 6,7% en el periodo 2014-2019. Diversas explicaciones se han dado para que el consumo haya tenido una evolución más modesta que las rentas. En este artículo empezamos describiendo el comportamiento en el 1T 2024 y, a continuación, damos algunas claves que pueden ayudar a entender qué está pasando.

Los datos del 1T 2024 confirman que la brecha entre renta disponible y consumo ha continuado y ello ha dado un nuevo impulso a la tasa de ahorro. En concreto, la renta disponible nominal creció un 8,0% interanual,¹ un registro muy dinámico pese a su suavización respecto a 2023, mientras que el gasto en consumo final de las familias avanzó un 5,3% interanual. A resultas de estos datos, la tasa de ahorro de los hogares sumando los últimos cuatro trimestres subió hasta el 12,2% de la renta, 5 décimas más que en el cierre de 2023. Este aumento del ahorro también se observa si nos centramos en el dato estanco del 1T: el ahorro bruto fue de 14.000 millones de euros, el doble que en el 1T 2023. El dato es destacable, pues el 1T del año suele presentar un ahorro bajo dado que es tradicionalmente el de mayor consumo junto con el 4T; de hecho, el ahorro bruto fue negativo en todos los primeros trimestres entre 2005 y 2019.

¿Qué está impulsando la renta disponible?

El avance de la renta disponible nominal del 8,0% se explica en buena parte por el buen momento del mercado laboral. En particular, en el 1T la remuneración de los asalariados avanzó un 8,3% interanual, que se desglosó en un aumento de los ocupados a tiempo completo del 3,8% interanual y un incremento de la remuneración por asalariado del 4,5%. También destaca el buen desempeño de las rentas netas de la propiedad, gracias al aumento de las rentas distribuidas por las sociedades que ha más que contrarrestado la subida de tipos, con un aumento interanual del 54,7% y del excedente bruto de explotación, que comprende los ingresos de los autónomos y alquileres imputados (+5,8%). A pesar de los magníficos datos, es cierto que el crecimiento de la renta disponible se ha moderado paulatinamente en el último año: en el 1S 2023 creció un 11,7% interanual; en el 2S, un 10,3% interanual; y en el 1T 2024, el mencionado 8,0%. La razón principal de esta suavización es el aumento de los pagos al sector

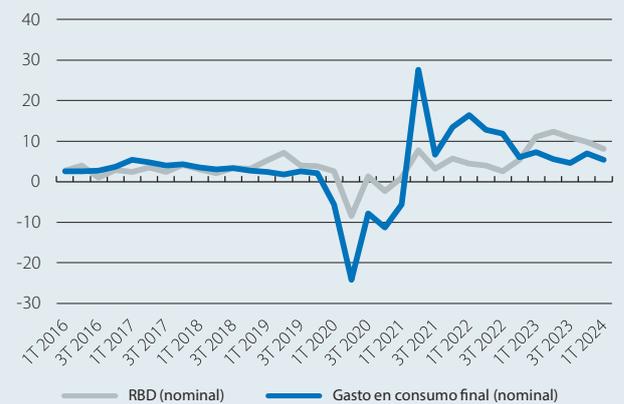
1. Todos los datos del artículo son sin desestacionalizar, excepto el cuarto gráfico, que muestra datos desestacionalizados.

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



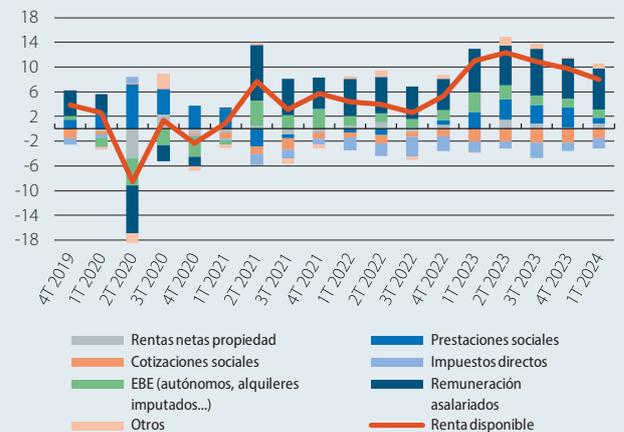
Nota: Acumulado en 4 trimestres.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: renta bruta disponible y consumo nominal de los hogares Variación interanual (%)



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

España: renta disponible nominal de los hogares, desglose por componentes Variación anual (%) y contribuciones



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

público: hace un año, los impuestos directos y las cotizaciones netas de prestaciones sociales suponían 1,2 p. p. de la renta disponible y ahora, 2,2 p. p.

Hay que tener en cuenta que una de las razones del aumento de la renta disponible nominal, una variable que se construye a nivel agregado, es el aumento de la población espoleada por los flujos migratorios. En concreto, en el último año hasta el 1T 2024 la población ha aumentado en 492.560 personas merced a un aumento de la población nacida en el extranjero de 558.652 personas.² Este aumento de la población se ha trasladado a la creación de hogares, que ha crecido en torno al 1% interanual en el 1T 2024.³ En este sentido, es interesante comprobar si el dinamismo de la renta disponible nominal también se observa en la renta disponible por hogar, dado el aumento en la creación de hogares. Observamos que, efectivamente, esta variable ha aumentado un 6,6% interanual en el 1T 2024, solo algo por debajo del crecimiento de la renta agregada. Finalmente, cuando miramos la renta disponible real por hogar, para tener en cuenta la evolución de la capacidad de compra de esa renta ante el aumento de los precios, observamos que ha aumentado de forma nada desdeñable un 3,4% interanual. En otras palabras, los hogares españoles están recuperando poder adquisitivo, un elemento que más tarde o temprano deberá reflejarse en el consumo. En comparación con el periodo prepandemia, tanto la renta disponible nominal por hogar como la renta disponible real por hogar se encuentran ya claramente por encima (véase el cuarto gráfico).

Los destinos del ahorro

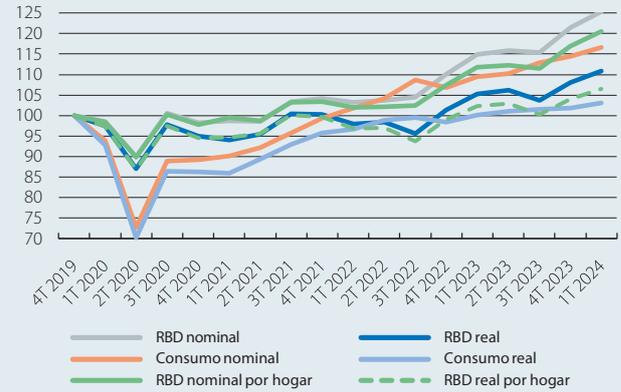
A nivel agregado, durante los últimos trimestres, los hogares han incrementado de forma considerable su ahorro, sobre todo en respuesta a un entorno de tipos de interés relativamente altos. Así, se ha producido un aumento en la adquisición de activos financieros y una reducción de la deuda para capear la subida de tipos.

La adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares fue de +55.000 millones de euros en términos acumulados de cuatro trimestres hasta el 1T 2024, frente a los 13.456 millones del promedio de los 1T 2015-2019.⁴ En concreto, adquirieron en términos netos depósitos y efectivo por 12.385 millones (5.144 millones en el promedio de los 1T 2015-2019), fondos de inversión por 23.000 millones (20.340 millones de euros en los 1T 2015- 2019), valores representativos de deuda por 14.923 millones (-10.369 millones de euros en los 1T 2015-2019), y seguros y planes de pensiones por 4.770 millones de euros (5.466 millones de euros en los 1T 2015-2019). Los próximos trimestres, cabe esperar que la renta de los hogares siga creciendo de forma dinámica y se vaya recuperando el poder adquisiti-

2. Datos de la Estadística Continua de Población (ECP) del INE.
 3. Datos de la encuesta de población activa (EPA).
 4. En el acumulado de cuatro trimestres.

España: renta bruta disponible y consumo de los hogares

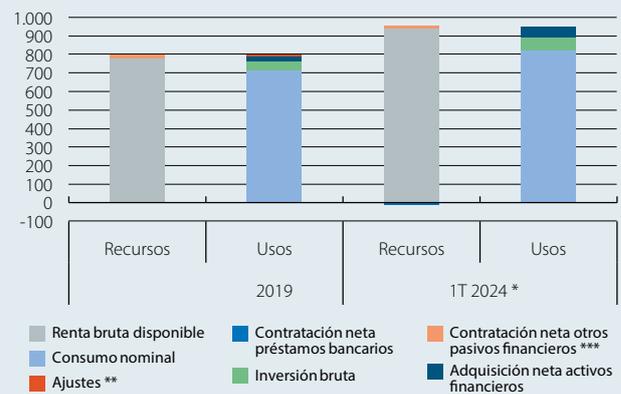
(100 = 4T 2019)



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

España: hogares, recursos y usos

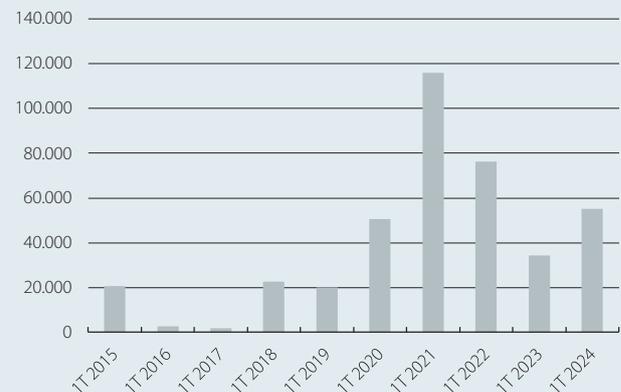
(Millones)



Notas: * Datos acumulados de 4 trimestres. ** Ajuste entre las cuentas financieras y las no financieras, entre otros. Datos en términos nominales. *** Incluye créditos comerciales y otras cuentas pendientes de pago (intereses de préstamos devengados, impuestos y cotizaciones pendientes de pago).
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: adquisición neta de activos financieros de los hogares

(Millones de euros) *



Nota: * Acumulado de 4 trimestres.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

vo. Ello, combinado con el descenso de los tipos de interés, debería favorecer un mayor dinamismo del consumo.

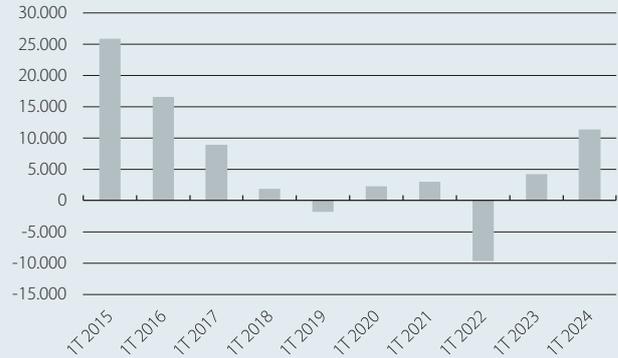
Por otra parte, las familias continuaron desapalancándose en el 1T 2024, al reducir su deuda en el último año en 4,4 puntos de PIB hasta el 46%, el menor registro desde el 1S 2001. Se trata de un nivel de deuda 7,3 puntos inferior al de la eurozona. Y es que, como consecuencia de las subidas de tipos de interés, las familias prolongaron la tendencia iniciada en la segunda mitad de 2022 y emplearon el mayor ahorro para la amortización neta de préstamos bancarios por importe de 11.357 millones de euros⁵ frente al promedio de 10.299 millones en los 1T 2015-2019.

Como resultado del aumento de la adquisición neta de los activos financieros y de la caída de la deuda, sumado a un efecto revalorización nada desdeñable en los activos financieros de 125.000 millones en el último año, se ha producido un crecimiento de la riqueza financiera neta de las familias de 190.000 millones respecto al 1T 2023, hasta superar ligeramente los 2,14 billones de euros, nuevo máximo histórico.

Javier Garcia-Arenas

España: amortización neta de préstamos bancarios de los hogares

(Millones de euros) *



Nota: * Acumulado de 4 trimestres.

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

5. En el acumulado de cuatro trimestres.

Inversión en equipo en España: comparativa frente a la eurozona

La inversión en España no acaba de despegar con fuerza. Pasada la pandemia de COVID, la crisis energética de 2022 y en un contexto de fuerte crecimiento económico, la inversión aún se encuentra por debajo de los niveles previos a la COVID. En la medida que la capacidad de crecimiento de una economía a medio plazo se encuentra condicionada por el aumento del *stock* de capital, la debilidad que viene mostrando la inversión merece ser analizada.

En este primer artículo de una serie de dos, repasamos el comportamiento reciente de la inversión en equipo en España y su comparativa con el resto de la eurozona. En un segundo artículo, en este mismo *Informe Mensual*, indagamos acerca de los incentivos a invertir, a partir del análisis de la evolución de la rentabilidad y el coste de financiación por sectores.

Tendencias recientes de la inversión en España

El primer gráfico muestra la variación del PIB y sus componentes desde el periodo prepandemia (4T 2019) hasta el 2T 2024. Tal y como se puede apreciar, la inversión¹ es el componente que presenta el peor comportamiento: todos los componentes del PIB se emplazan en el 2T 2024 por encima de su valor en el 4T 2019, mientras que la inversión se encuentra un 1,3% por debajo.

Si entramos en el detalle de la inversión, vemos mucha heterogeneidad. Así, mientras que la inversión en construcción no residencial o la inversión en bienes intangibles se sitúan ampliamente por encima de los valores prepandemia, la inversión en bienes de transporte o la inversión en construcción residencial se sitúan muy por debajo de estas cotas (un 15,1% y un 7,3% por debajo, respectivamente).

En este artículo, nos centraremos en el análisis de la inversión en bienes de equipo, que se desagrega en inversión en equipo de transporte e inversión en otros bienes de equipo. Excluimos del análisis la inversión en construcción, debido a que la inversión en construcción residencial presenta dinámicas propias ligadas al mercado inmobiliario que no son el objeto de análisis en este estudio, y también la inversión en bienes intangibles, cuyo análisis también merece un capítulo aparte.

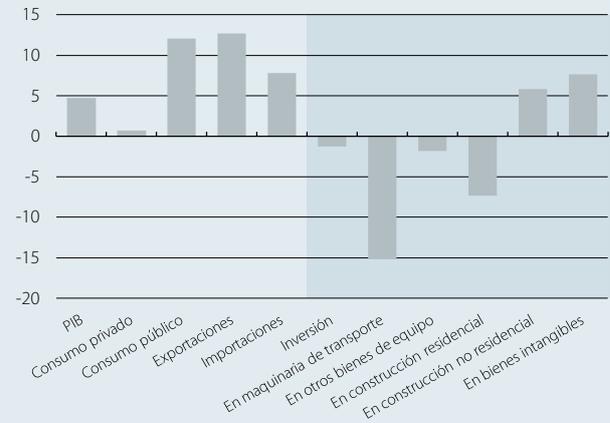
Comparativa frente a la eurozona

Para valorar la debilidad de la inversión en bienes de equipo, es útil comparar el comportamiento frente a nuestros principales socios comerciales de la eurozona. Para ello, comparamos el nivel de la inversión promedio en 2023 frente al nivel prepandemia de 2019.² El segundo gráfico

1. Entendida como formación bruta de capital fijo, que excluye, por tanto, la acumulación de existencias.
 2. Nos centramos en los datos promedio de 2023, dado que aún no se dispone de datos para el conjunto de la eurozona del 2T 2024, y no poner así el foco de atención en los datos de tan solo un trimestre, el 1T 2024, debido a la volatilidad inherente que presentan los datos en frecuencia trimestral.

España: PIB y componentes (2T 2024)

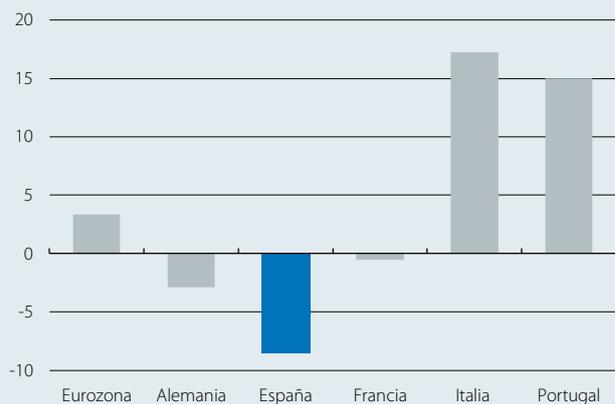
Variación respecto al 4T 2019 (en %)



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

Inversión en bienes de equipo

Variación en 2023 respecto a 2019 (%)



Nota: Inversión en términos reales.

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

España: inversión en equipo, desglose

Variación en 2023 respecto a 2019



Nota: Inversión en términos reales.

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

muestra los datos para el total de la inversión en bienes de equipo.

Tal y como ya apuntábamos anteriormente, la inversión en equipo en España ha tenido un comportamiento débil, incluso si lo ponemos en relación con la eurozona. Sin embargo, si desglosamos la inversión en bienes de equipo en dos componentes, la inversión en bienes de transporte y la inversión en otros bienes de equipo, se aprecian dinámicas muy distintas.

En el tercer gráfico podemos apreciar que, si bien la inversión en otros bienes de equipo dista del promedio de la eurozona, sí presenta un comportamiento similar al de otras grandes economías europeas, como Alemania o Francia. En contraposición, también vemos que el área en la que la inversión en España presenta un comportamiento diferencial negativo respecto a las demás economías europeas es en la inversión en bienes de equipo de transporte. Mientras que la inversión en esta categoría se emplazó en el promedio de 2023 un 5,6% por debajo del nivel de 2019 en la eurozona, en España se situó un 25,1% por debajo.

Una mirada sectorial

Con el objetivo de mejorar la comprensión de las dinámicas de la inversión, entramos en el detalle por sectores en España. Desafortunadamente, los datos disponibles de inversión por tipología de activo por sectores solo alcanzan hasta 2021, de momento. Sin embargo, los datos de 2021 ya ofrecen resultados interesantes.³

El cuarto gráfico muestra el diferencial del esfuerzo inversor en otros bienes de equipo para cada sector de la economía española con respecto al esfuerzo inversor de cada sector en el promedio de la eurozona. Definimos el esfuerzo inversor como la ratio de la inversión sobre el valor añadido bruto (VAB). El gráfico presenta el diferencial en 2021 en el eje vertical y el diferencial en el promedio 2015-2019 en el eje horizontal. Si un sector se emplaza justo en la línea diagonal negra, quiere decir que el diferencial se ha mantenido invariado en los dos periodos analizados. Puntos por encima de la línea denotan que el sector ha mejorado su esfuerzo inversor con respecto al promedio de la eurozona en 2021 respecto al periodo 2015-2019, y viceversa con los puntos por debajo de la línea.

Tal y como se puede observar, el diferencial del esfuerzo inversor en otros bienes de equipo ha mejorado, para la mayoría de los sectores, en 2021 respecto al promedio de 2015-2019. La principal excepción es el sector de la información y las telecomunicaciones, que presentaba un diferencial positivo de alrededor de 3 p. p. en 2015-2019 y en 2021 presentó un diferencial negativo de casi 2 p. p.

3. En términos cualitativos, los resultados de la sección anterior se mantienen si nos centramos en la comparación del promedio de 2021 frente al 2019.

Esfuerzo inversor en otros bienes de equipo: diferencial respecto a la eurozona por sector (p. p.)



Notas: CNAE a un dígito. El esfuerzo inversor es la inversión en cada sector sobre el VAB en cada sector.

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

En contraposición, cuando dirigimos la mirada al esfuerzo inversor en bienes de equipo de transporte (véase el quinto gráfico), vemos que el diferencial en 2021 había empeorado ligeramente para la mayoría de los sectores, de tal modo que muchos sectores pasaron a presentar diferenciales negativos. Además, hay tres casos que destacan: el propio sector de transporte y almacenamiento, que presenta un deterioro muy marcado de su diferencial positivo (de -5,5 p. p.); el sector del comercio al por menor y al por mayor, que también presenta un deterioro sustancial del diferencial, aunque no tan marcado (de -0,7 p. p.); y el sector de actividades administrativas y auxiliares, que presenta una mejora muy sustancial de su diferencial, de +4,2 p. p., que le ha permitido pasar de un diferencial negativo en 2015-2019 a uno positivo en 2021.

Hay que tener en cuenta que estos tres sectores son los que más peso tienen en la inversión en equipo de transporte en España: los tres sectores combinados concentran casi el 77% de toda la inversión en equipo de transporte y su peso se reparte de manera muy uniforme. Así, vemos que el esfuerzo inversor en equipo de transporte se ha deteriorado de manera ligera en todos los sectores de la economía, y que el deterioro ha sido marcado en dos de los tres principales sectores que más invierten en equipo de transporte, mientras que se ha producido una mejora sustancial en el otro sector principal.

Desafortunadamente, los datos de contabilidad nacional solo proporcionan información de inversión en equipo de transporte al nivel del primer dígito CNAE, pero no al segundo dígito, por lo que no nos es posible indagar las dinámicas del esfuerzo inversor dentro de los sectores mencionados anteriormente: transporte y almacenamiento, comercio al por menor y al por mayor, y actividades administrativas y auxiliares.

Conclusiones

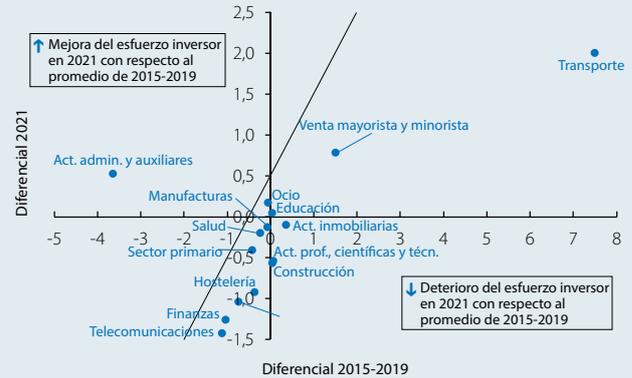
La inversión en equipo en España ha mostrado un comportamiento débil en los últimos años. Sin embargo, si diferenciamos entre inversión en equipo de transporte y en otros bienes de equipo, vemos que, respecto a la eurozona, es la inversión en bienes de transporte la que presenta un comportamiento diferencial negativo. En contraposición, la dinámica de la inversión en otros bienes de equipo presenta un comportamiento más similar al de otras grandes economías europeas.

Cuando entramos en el detalle sectorial, este débil comportamiento de la inversión en equipo de transporte tiene lugar de manera generalizada entre los sectores de nuestra economía, aunque destaca el deterioro del esfuerzo inversor en dos sectores en especial, el de transporte y almacenamiento y el de comercio al por menor y al por mayor.

Más allá del caso especial de la inversión en equipo de transporte, el tono débil que caracteriza la totalidad de la inversión en equipo puede responder a una disminución de la rentabilidad de las empresas en los últimos años, fruto de los *shocks* que ha tenido que atravesar nuestra economía, y/o al aumento del coste de financiación asociado al endurecimiento de la política monetaria desde mediados de junio de 2022. Nuestro segundo artículo dedicado a la inversión de este informe indaga acerca de esta cuestión.

Oriol Carreras Baquer

Esfuerzo inversor en equipo de transporte: diferencial respecto a la eurozona por sectores (p. p.)



Notas: CNAE a un dígito. El esfuerzo inversor es la inversión en cada sector sobre el VAB en cada sector.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

La rentabilidad y el coste de financiación de las empresas en España

En el Focus anterior de este *Informe Mensual* dedicado al análisis de la evolución de la inversión, nos hemos centrado en describir el comportamiento de la inversión por tipología de activo y por sector, y en comparar la de España con la de la eurozona. En este artículo, queremos dirigir la mirada hacia los incentivos a la inversión.

Para ello, analizaremos la evolución de la brecha entre la rentabilidad del activo en cada sector y su coste de financiación.¹ Intuitivamente, si la brecha entre rentabilidad y coste aumenta, deberíamos ver una mayor inversión, y viceversa. Para ello, usamos la información de la Central de Balances Trimestral (CBT), del Banco de España, que proporciona datos de rentabilidad y de coste de financiación hasta el 1T 2024.²

El primer gráfico muestra la variación del diferencial entre rentabilidad y coste de financiación para el total de la economía, para los sectores de energía, industria y servicios, y para un conjunto de subsectores de servicios. En barras grises se muestra la variación de la brecha promedio en el periodo 2020-2023³ respecto a la brecha promedio de 2015-2019. Los puntos azules muestran la variación de 2023 con respecto al promedio de 2015-2019, para ver la situación de la brecha para el último año disponible y, que, además, es el año más afectado por las subidas de tipos de interés del BCE.⁴

Para el conjunto de sectores, se observa que la brecha promedio de 2020-2023 aún se emplaza ligeramente por debajo del nivel prepandemia de 2015-2019, pero el diferencial es muy pequeño. Sin embargo, por sectores vemos mucha

1. La rentabilidad del activo se define como:

$$\frac{\text{(Resultado ordinario neto + gastos financieros)}}{\text{(Activo neto + ajuste a precio de mercado)}}$$

El resultado ordinario neto es el valor añadido bruto menos el gasto de personal, el gasto financiero neto y las amortizaciones y provisiones de explotación. El activo neto son los recursos propios más los recursos ajenos con coste.

El coste de financiación se define como los gastos financieros sobre los recursos ajenos con coste.

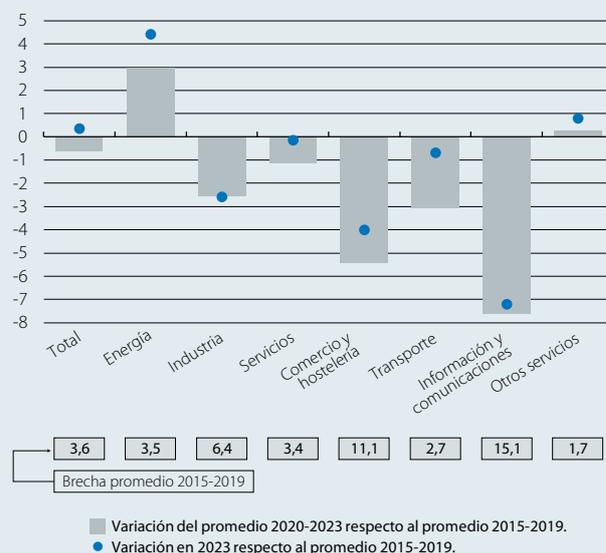
2. Tomamos los datos de la Central de Balances Trimestral (CBT), en lugar de la Integrada (CBI), que dispone de datos más representativos, porque los datos de CBI solo alcanzan hasta 2022, por lo que no muestran el impacto del aumento de tipos que tuvo lugar en 2023. Los datos de la CBT alcanzan hasta el 1T 2024. Hemos comparado, para el histórico disponible, la evolución de las variables consideradas de la CBT y la CBI, y, si bien hay diferencias de nivel y de volatilidad, las tendencias son similares en ambas fuentes.

3. Tomamos el promedio de 2020-2023 para capturar tanto las caídas en rentabilidad que se vieron durante la pandemia de COVID como las posteriores recuperaciones.

4. A modo de ejemplo, la brecha entre rentabilidad y coste de financiación fue de 6,4 p. p. para la industria en el promedio de 2015-2019. En el promedio de 2020-2023, la brecha se deterioró 2,6 p. p. (barra gris), por lo que pasó a presentar una brecha promedio de 3,8 p. p.

España: variación de la brecha entre rentabilidad y coste de financiación

(p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Central de Balances Trimestral (Banco de España).

heterogeneidad. Mientras que el sector de la energía presenta una brecha promedio de 2020-2023 muy superior a la de prepandemia, gracias a la evolución del precio de la energía durante este periodo, vemos que la brecha promedio en los servicios y, sobre todo, en la industria, aún se emplaza significativamente por debajo del nivel prepandemia. En la industria, además, incluso en 2023 aún no se aprecian visos de recuperación de la brecha. Dentro del sector servicios, también hay mucha heterogeneidad: mientras en los sectores de comercio y hostelería, transporte, e información y telecomunicaciones vemos un diferencial entre rentabilidades y coste de financiación aún muy por debajo de los niveles prepandemia, en el resto de los servicios el diferencial ya ha recuperado el nivel promedio prepandemia.

Sin embargo, no todos los sectores tienen la misma participación en la inversión de bienes de equipo. En este sentido, la evolución de la brecha entre rentabilidad y coste de financiación es más relevante para aquellos sectores con un peso mayor en la inversión total. Por orden descendiente, destacan la industria manufacturera, que en 2019 representaba un 19,4% del total de la inversión en equipo, luego el sector de comercio y hostelería, que representaba un 14,4%, seguido del sector de transporte y almacenamiento, con un 13,9%. Estos tres sectores combinados representan casi el 50% de toda la inversión en equipo, y en todos ellos la rentabilidad del activo ha empeorado respecto al periodo prepandemia.⁵

Es de interés también indagar acerca de si las variaciones en la brecha entre rentabilidad y coste financiero se deben a variaciones en la rentabilidad o en el coste financiero. Para ello, el último gráfico desglosa el diferencial de la brecha en 2023 frente al promedio entre 2015 y 2019 según las variaciones en rentabilidad (barras grises) y las variaciones en coste de financiación (barras azules).

El gráfico muestra que el aumento del coste de financiación explica más de la mitad de la caída de la brecha en 2023 respecto al 2015-2019 para la industria manufacturera y el sector transporte, y la mitad de la caída para el sector de comercio y hostelería. Cabe esperar que las brechas mejoren en 2024 y 2025 a medida que el BCE siga bajando los tipos de interés.

Conclusiones

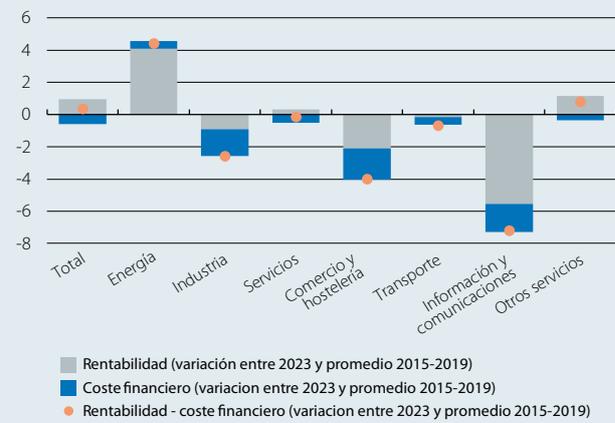
En el promedio de los años 2020 y 2023 la brecha entre la rentabilidad del activo y el coste de financiación para el conjunto de la economía ha sufrido apenas un ligero descenso respecto a la del promedio en 2015-2019. Sin embargo, aquellos sectores más intensivos en inversión en equipo han experimentado un estrechamiento del diferencial entre rentabilidad y costes financieros más significativo, y, en algunos casos, como en la industria, sin visos de recuperación. Este deterioro de la brecha se debe tanto a una caída de la rentabilidad como al aumento de los costes de financiación, este último ligado al ciclo de endurecimiento de la política monetaria que emprendió el BCE a mediados de 2022.

El deterioro del diferencial entre rentabilidad y coste de financiación puede estar afectando negativamente las decisiones de inversión de las empresas, aunque preveamos que este estrechamiento se irá revirtiendo en cierta medida en los próximos trimestres conforme los tipos de interés sigan bajando.

Oriol Carreras Baquer

España: variación de la brecha entre rentabilidad ordinaria del activo menos coste financiero (desglose)

(p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Central de Balances Trimestral (Banco de España).

5. La información en la CBT no permite desagregar el sector de comercio del de hostelería. Asimismo, las cifras pueden estar dominadas por el segmento de comercio, que, según los datos de Contabilidad Nacional, en 2022 pesaba un 70% frente al 30% de hostelería. Asimismo, según la CBI, en 2022 la brecha entre rentabilidad y coste de la financiación en el sector de comercio y hostelería ya había alcanzado el nivel prepandemia de 2019.

Las dinámicas de la inflación de los servicios en España

En los últimos dos años, el comportamiento de la inflación de los servicios ha quedado relegado a un segundo plano por el fuerte aumento de los precios de la energía y de los alimentos. Sin embargo, en estos últimos meses los servicios han contribuido más a la inflación que ningún otro componente y, dado su elevado peso en la cesta del IPC, de casi el 50%, estos condicionan la rapidez con la que la inflación general converge al objetivo del 2%. En este artículo, repasamos las dinámicas recientes de la inflación de los servicios y su relación con los salarios y la energía, dos factores clave para entender la evolución de este componente en los próximos meses.

Dinámicas recientes

Como podemos observar en el primer gráfico, el componente de los servicios presenta un comportamiento mucho menos volátil que el de la inflación general. La inflación de este componente empezó a escalar a principios de 2022 hasta valores cercanos al 4,0%, y ha bajado poco de ese nivel pese a que la inflación general ha caído desde el 8,4% de promedio en 2022 al 2,8% registrado en julio. En ese mismo mes, la inflación de los servicios se situó en el 3,4%, mientras que el *momentum*¹ de la inflación de los servicios, una medida menos sensible a las oscilaciones de los datos mensuales, se situó 0,6 p. p. por encima, indicando así la mayor resistencia en el proceso de desinflación de este componente.

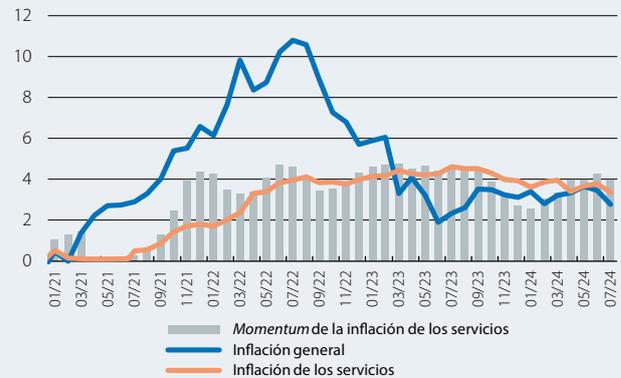
A la hora de analizar las dinámicas de la inflación de los servicios, es clave tener en cuenta que este componente aglutina los precios de servicios con comportamientos dispares entre sí: los servicios de carácter general, los servicios turísticos y los servicios regulados por las Administraciones públicas.²

El segundo gráfico muestra la contribución de cada uno de estos al total de la inflación de los servicios. Los servicios de carácter general contribuyen en mayor medida a la inflación de los servicios y muestran más persistencia que los servicios turísticos.^{3,4} Como podemos observar, la inflación de los servicios ha venido marcada por dos tendencias de signo opuesto: mientras que la contribución de los servicios de carácter general ha disminuido a lo largo de este último año y medio, la de los servicios turísticos ha disminuido en menor medida. En julio, los servicios de carácter general mostraban una inflación del 3,4% y aportaban 3 p. p. a una

1. El *momentum* se obtiene anualizando la variación del IPC desestacionalizado promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores.
2. Dado el carácter discrecional de este último grupo, centraremos nuestro análisis en los dos primeros.
3. El peso de los servicios de carácter general sobre la cesta de los servicios es del 87%, mientras que los de los servicios turísticos y los regulados suponen un 7% y un 6%, respectivamente.
4. La categoría de servicios turísticos incluye transporte aéreo y marítimo, paquetes turísticos, alojamientos y servicios recreativos.

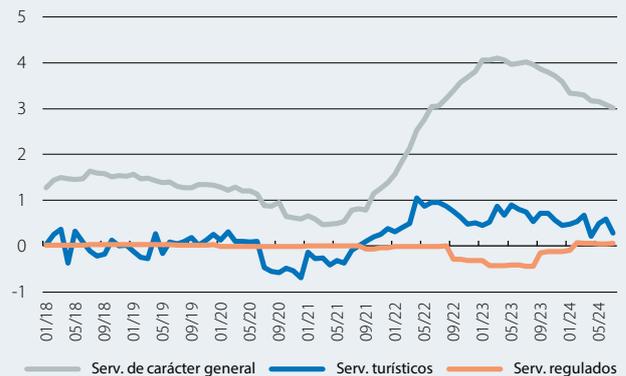
España: IPC servicios

Variación interanual (%)



Nota: El momentum de la inflación se define como la variación anualizada del IPC desestacionalizado promedio de tres meses respecto a los tres meses anteriores.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

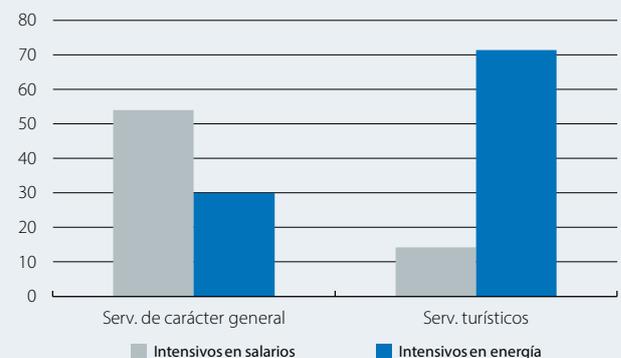
España: contribución a la inflación de los servicios (p. p.)



Nota: La contribución está calculada multiplicando la variación interanual de las subclases en cada categoría por su ponderación en la cesta del IPC.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: servicios intensivos en salarios y energía

(% de subclases del IPC clasificadas como intensivas en salarios o energía sobre el total de cada grupo)



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

inflación del conjunto de los servicios del 3,4% (el 88% del total), mientras que la inflación de los servicios turísticos se situaba en el 4,2% y aportaba 0,3 p. p. (el 9% del total).

Los factores detrás de la inflación de los servicios

El comportamiento dispar entre la inflación de los servicios de carácter general y los turísticos se explica, en buena parte, por la distinta evolución de la demanda y por una estructura de costes distinta. En concreto, los costes energéticos tienen un mayor peso en los servicios turísticos, mientras que en los servicios de carácter general el principal componente de los costes son los salarios.

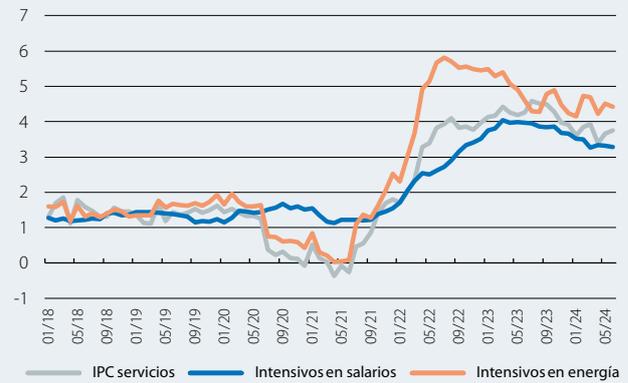
A lo largo de estos últimos dos años, la inflación de los servicios intensivos en energía se ha situado por encima de la inflación de los servicios, mientras que la de los servicios intensivos en salarios se ha situado por debajo.⁵ Este diferencial, que no estuvo presente en el periodo 2018-2019, sugiere que los costes energéticos explican una parte relevante del alza en la inflación de los servicios.

Nuestra previsión es que la inflación de los servicios se modere durante los próximos meses y se sitúe ligeramente por encima del 3%. Por un lado, la contención en el crecimiento de los salarios aleja la posibilidad de efectos de segunda ronda. Y, por otro, la moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda turística y la estabilización de los precios de la energía también deberían quitar presión a los precios de los servicios turísticos.

Zoel Martín Vilató

España: inflación de los servicios intensivos en salarios y energía

Variación interanual (%)



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

5. Para más detalle, véase «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items». ECB Economic Bulletin, Issue 3/2024.

Indicadores de actividad y empleo

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Industria									
Índice de producción industrial	2,2	-1,2	-2,3	-0,9	-0,3	0,4	0,6	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,8	-6,5	-8,2	-8,1	-5,2	-5,5	-5,9	-4,4	-3,5
PMI de manufacturas (valor)	51,0	48,0	47,3	45,9	50,7	52,8	52,3	51,0	50,5
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	15,4	1,3	4,3	0,8	2,9	-	...	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	29,0	0,1	-3,4	-9,2	-10,4	-9,5	-9,9	...	...
Precio de la vivienda	7,4	4,0	4,5	4,2	6,3	7,8	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	21,9	18,9	15,8	14,3	14,3	13,7	...
PMI de servicios (valor)	52,5	53,6	50,9	51,2	54,3	56,6	56,8	53,9	54,6
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,3	2,5	2,0	2,8	1,1	0,4	0,4	1,0	...
Matriculaciones de automóviles	-3,0	18,5	6,9	11,9	4,2	9,6	2,2	3,4	-6,5
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-16,1	-19,0	-17,2	-14,4	-14,2	-13,7	-15,2
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	3,6	3,1	3,4	3,6	3,0	2,0	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	13,0	12,2	11,9	11,8	12,3	11,3	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social ³	3,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,4	2,5	2,4	2,3
PIB	5,8	2,5	1,9	2,2	2,6	2,9	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
General	8,4	3,6	2,8	3,3	3,1	3,5	3,4	2,8	2,2
Subyacente	5,1	6,1	6,0	4,5	3,5	3,0	3,0	2,8	2,7

Sector exterior

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	4,5	-1,4	-6,9	-4,9	-4,9	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	-1,2	-7,2	-9,8	-7,1	-7,1	...	...
Saldo corriente	8,2	37,7	35,8	37,7	39,2	44,0	44,0	...	...
Bienes y servicios	16,3	60,1	54,6	60,1	62,0	67,1	67,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	-8,1	-22,4	-18,8	-22,4	-22,8	-23,1	-23,1	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	20,7	53,7	50,0	53,7	53,5	58,8	58,8	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	4,9	0,6	-0,3	0,4	2,5	3,4	4,5	3,5	...
A la vista y ahorro	7,9	-4,5	-6,9	-7,6	-6,6	-4,0	-1,9	-2,6	...
A plazo y preaviso	-19,6	52,2	69,8	90,2	104,4	77,4	68,0	58,6	...
Depósitos de AA. PP.	9,5	8,8	11,3	9,4	-1,5	-2,2	-4,1	6,3	...
TOTAL	5,2	1,1	0,5	1,1	2,2	3,1	3,9	3,7	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	0,7	-2,5	-3,4	-3,7	-2,9	-1,9	-1,3	-1,1	...
Empresas no financieras	0,9	-3,4	-4,6	-5,2	-4,0	-2,7	-1,8	-1,7	...
Hogares - viviendas	1,0	-2,6	-3,4	-3,3	-2,8	-2,0	-1,5	-1,0	...
Hogares - otras finalidades	-0,6	-0,2	0,0	-0,5	-0,3	0,5	0,7	0,3	...
Administraciones públicas	0,2	-3,4	-4,6	-5,5	-2,9	-3,2	-2,7	-6,3	...
TOTAL	0,7	-2,6	-3,4	-3,8	-2,9	-2,0	-1,4	-1,4	...
Tasa de morosidad (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	3,5	3,4	...	...

Notas: 1. Dato deflactado, excluye estaciones de servicio. 2. EPA. 3. Datos medios mensuales. 4. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 5. 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.

La economía portuguesa pierde brío en el 2T

En el 2T, el PIB registra un exiguo avance, si bien la composición del crecimiento ofrece algunos aspectos positivos. En el 2T 2024, el PIB creció solo un 0,1% intertrimestral, una desaceleración significativa respecto al 0,8% registrado en el 1T. Este comportamiento se explica por la ralentización de las exportaciones y la aceleración de las importaciones, que lleva a una contribución negativa de la demanda externa al crecimiento intertrimestral del PIB (-0,4 p. p.), en contraste con una aportación positiva de la demanda interna (+0,5 p. p.), apoyada en la inversión en maquinaria y material de transporte. En cambio, el consumo privado se desacelera. En términos anuales, el crecimiento del PIB se mantiene en el 1,5%.

Aunque el dato del 2T ha resultado inferior al previsto por CaixaBank Research, seguimos siendo razonablemente optimistas sobre la evolución de la actividad en la segunda mitad del año gracias al turismo, la corrección de la inflación y la caída de los costes de financiación. Además, el aumento gradual de la ejecución de los fondos europeos respaldará la inversión. En consecuencia, seguimos proyectando un crecimiento del PIB por encima del 1,5% en 2024, y con riesgos al alza.

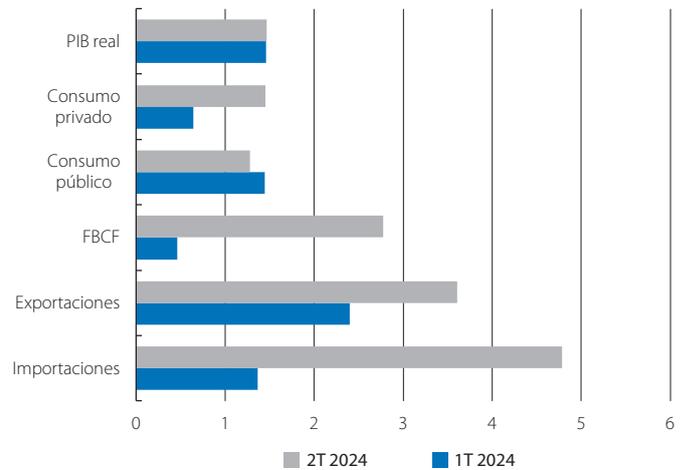
Los indicadores de actividad del 3T muestran un comportamiento mixto. Por un lado, el indicador de actividad del Banco de Portugal se desaceleró en julio, apuntando a un crecimiento interanual del 1,2%, mientras que el indicador correspondiente al consumo privado volvió a acelerarse en julio, hasta el 1,8% interanual. Por su parte, los indicadores de sentimiento de agosto muestran cautela entre los consumidores y optimismo en la construcción y la industria. Por último, los datos turísticos siguen evolucionando favorablemente, con un aumento interanual del número de turistas y de las pernoctaciones del 6% y del 5%, respectivamente.

La inflación se desacelera hasta el 1,9% en agosto, 6 décimas menos que en julio, como consecuencia de una caída del 1,4% en los precios de los productos energéticos y de una desaceleración hasta el 0,8% (2,8% en julio) de los alimentos. Sin estos dos componentes, la tasa subyacente se estabiliza en el 2,4%, lo que confirma la lentitud del proceso desinflacionario. En los próximos meses, el comportamiento podría ser menos favorable, especialmente por la evolución de los precios de los bienes energéticos: el Gobierno anunció recientemente la retirada parcial de las medidas de apoyo a los combustibles. Asimismo, a partir de octubre, se actualizarán los precios y las tarifas de la electricidad y el gas natural. Estos factores respaldan nuestra expectativa de un repunte de la inflación en los últimos meses del año, mientras que la tasa subyacente se mantendrá en torno al 2,4%.

La creación de empleo se desacelera. En el 2T, el ritmo de avance de la ocupación se desaceleró desde el 2,8% interanual anotado en el 1T hasta el 1,0%, situándose en 5,1 millones de trabajadores, máximo desde el 3T 2008. En cuanto a los salarios, la remuneración bruta mensual real media por trabajador aumentó un 3,6% en el 2T, apuntando a una recuperación del poder adquisitivo de los ocupados, una señal positiva para el impulso del consumo privado.

Portugal: PIB y sus componentes

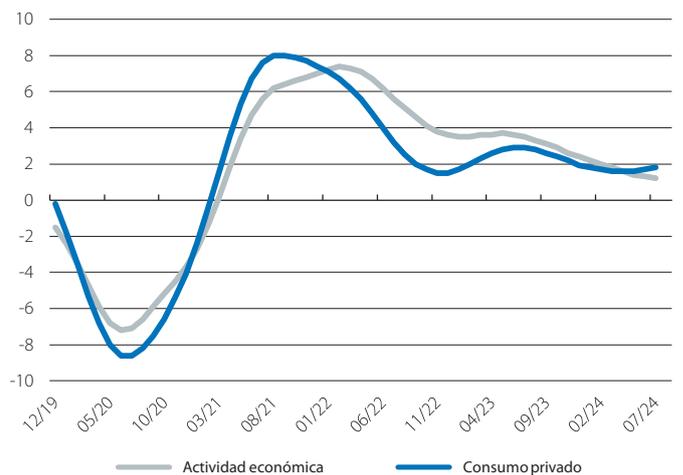
Variación interanual (%)



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

Portugal: indicadores coincidentes

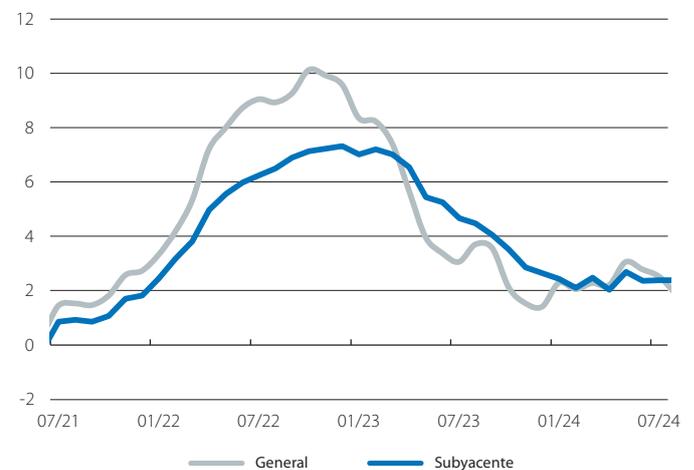
Variación interanual (%)



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

Portugal: inflación

Variación interanual (%)



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

¿Cómo se distribuye la riqueza de las familias portuguesas?

En 2023, la riqueza neta de los hogares portugueses alcanzó 855.000 millones de euros, lo que supone un aumento del 6% respecto a 2022 y alrededor del 28% si lo comparamos con 2019. Un movimiento menos pronunciado se produjo en la riqueza neta real, que, a precios de 2019, avanzó un 1,6% interanual y se situó un 12% por encima del nivel de 2019. A su vez, la riqueza neta real por familia también ha evolucionado favorablemente, situándose al cierre de 2023 un 9,6% por encima del valor de 2019.

La apreciación del mercado inmobiliario ha sido el principal responsable del aumento de la riqueza nominal, ya que, desde finales de 2019, los precios de la vivienda han crecido un 45%. Otro factor que ha incidido en el avance de la riqueza neta ha sido la caída de los pasivos financieros.

La vivienda es el principal destino de la riqueza de las familias portuguesas; no solo representa el 51% de la riqueza total, sino que ha visto aumentar su peso alrededor de 3 p. p. desde 2019. Dentro de la riqueza financiera, destacan los depósitos, que representan el 48% del patrimonio financiero y el 23% del patrimonio total.

Activos por nivel de riqueza familiar

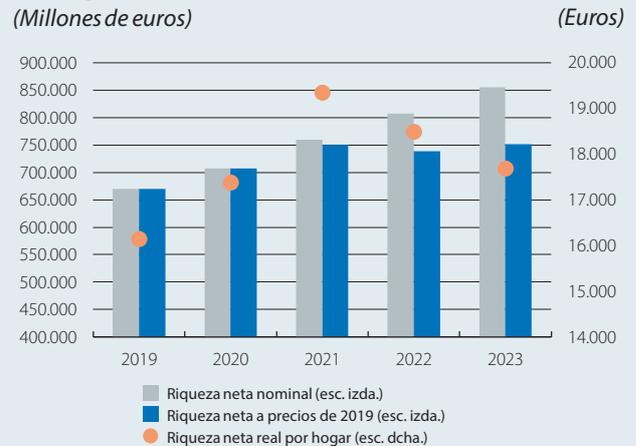
A principios de 2024, el BCE comenzó a publicar estadísticas relativas a la riqueza de las familias, lo que permitió un análisis más detallado de los datos, en particular con la clasificación de los hogares por percentiles de riqueza y por su situación en el mercado laboral.

Con datos de 2023, se observa que el nivel de concentración de la riqueza en el 10% de la población con mayor riqueza neta en Portugal es similar al de la eurozona: más de la mitad de los activos se concentran en este 10% de la población. Entre el 50% de la población con menor riqueza, el porcentaje de activos poseídos es mayor en Portugal que en la eurozona y no se observan cambios significativos desde 2019. Cabe mencionar que en 2023 los activos totales disminuyeron un 1,5% respecto a 2022, pero aún se encuentran un 15,4% por encima del nivel de 2019, debido, principalmente, a la apreciación de casi un 13% de los activos inmobiliarios.

Sin embargo, los pasivos se concentran en la población con menor riqueza neta: el 40% de los préstamos para la compra de vivienda se concentra en este segmento, así como el 42% de otros tipos de crédito, principalmente crédito al consumo. También fue en el rango de riqueza más bajo donde hubo un aumento de los pasivos con relación a 2022: más de 945 millones de euros, de los cuales 649 millones fueron para la compra de vivienda.

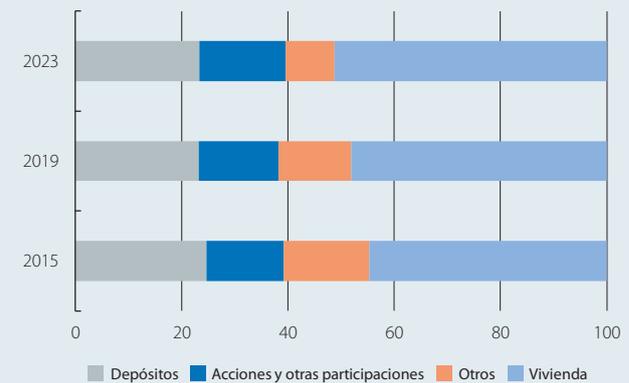
En Portugal, el peso de la vivienda en la riqueza de las familias con menor riqueza neta es sustancialmente mayor

Portugal: riqueza neta de las familias portuguesas



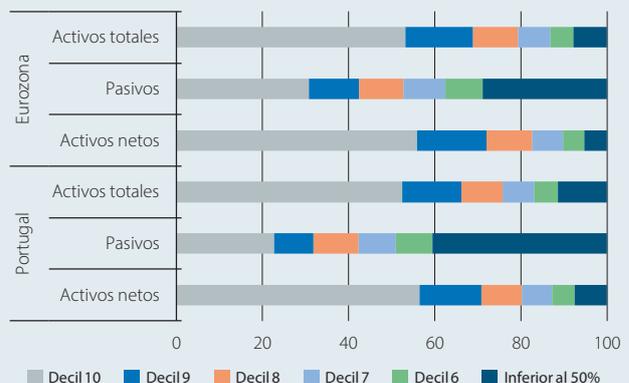
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y del Banco de Portugal.

Portugal: estructura de la riqueza de las familias portuguesas por tipo de activos



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

Portugal: distribución de la riqueza por decil *



Nota: * Por decil de riqueza neta.

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

que en el conjunto de la eurozona, del 75% frente al 63%, lo que también explica que los pasivos sean mayores en este grupo de población. A su vez, los activos financieros, sobre todo los depósitos, representan solo el 21% de los activos de la mitad menos rica de las familias portuguesas, lo que contrasta con el 33% de media en la eurozona. El resto de la riqueza, similar en Portugal y en la eurozona, se refiere a activos financieros y no financieros asociados con actividades comerciales o profesiones liberales.

Riqueza familiar por situación del mercado laboral

Los datos de riqueza familiar, teniendo en cuenta la situación del mercado laboral, muestran que la distribución de activos y pasivos es similar en Portugal y en la eurozona en el caso de los ocupados, si bien la proporción de riqueza en manos de la población jubilada es más alto en la eurozona que en Portugal: en concreto, los jubilados portugueses concentran el 23% del total de activos, alrededor de 6 p. p. menos que en la eurozona. La situación opuesta se observa entre los trabajadores autónomos, que en Portugal poseen el 22% de los activos familiares, alrededor de 2 p. p. más que en la eurozona.

En cuanto a los pasivos, se concentran mayoritariamente en las personas ocupadas: en Portugal, alrededor del 70% de los pasivos totales corresponde a este grupo, que son los que cuentan con mayor capacidad para el pago de las deudas. Adicionalmente, se observa que el pasivo de las personas en situación de desempleo es bastante bajo: solo el 2,8% de los pasivos está en manos de estas personas.

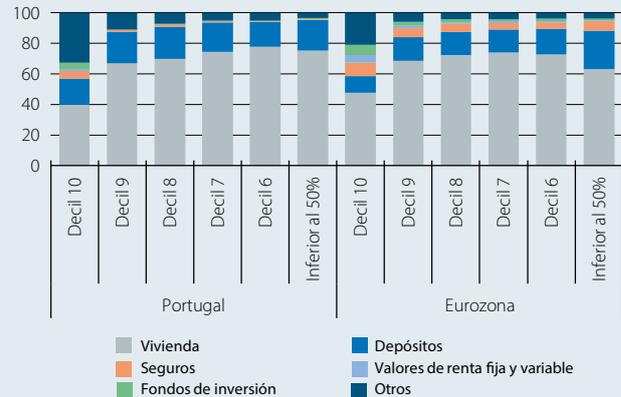
Conclusión

Las familias portuguesas han aumentado su riqueza en los últimos años y no muestran diferencias significativas en su distribución por nivel de riqueza o situación laboral respecto a la eurozona. Solo la proporción de pasivos asumidos por la mitad de la población con menos riqueza es relativamente mayor en Portugal. Esto seguramente refleja el esfuerzo para la compra de vivienda en años recientes por parte de este segmento de la población, más joven y aún sin una gran acumulación de activos.

Teresa Gil Pinheiro

Portugal: composición de la riqueza de las familias

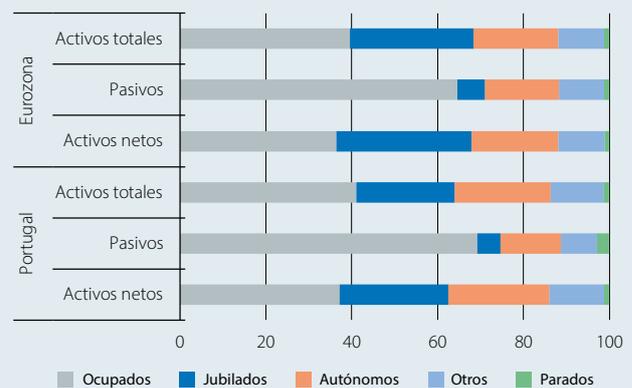
(% de los activos)



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

Portugal: distribución de la riqueza según situación laboral

(% del total)



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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Índice coincidente de actividad	5,7	3,3	3,3	2,6	2,0	1,4	1,3	1,2	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,8	-3,1	-4,5	-3,5	1,4	1,4	-2,7	-4,0	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,4	-7,4	-9,0	-9,3	-7,9	-6,7	-6,5	-6,7	-6,5
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,2	7,5	12,1	4,9	-19,9	3,6	-5,6	...	...
Compraventa de viviendas	1,3	-18,7	-18,9	-11,4	-4,1	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	13,8	9,1	8,1	6,4	5,5	6,8	6,6	7,4	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	24,9	19,1	13,1	9,5	9,5	9,3	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	15,2	7,6	5,8	1,7	6,3	4,3	1,4	-0,4	-1,6
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,5	1,1	0,6	0,6	1,8	2,2	3,2	2,1	...
Indicador coincidente del consumo privado	3,9	2,4	2,8	2,2	1,7	1,6	1,7	1,8	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-22,8	-27,2	-24,6	-18,7	-17,2	-15,4	-14,3
Mercado de trabajo									
Población ocupada	2,3	2,3	2,2	1,6	2,6	1,0	0,8	0,5	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,2	6,5	6,1	6,6	6,8	6,1	6,4	6,2	...
PIB	6,8	2,3	1,9	2,1	1,5	1,5	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
General	7,8	4,4	3,5	1,7	2,2	2,7	2,8	2,5	1,9
Subyacente	5,6	5,1	4,4	3,0	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4

Sector exterior

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	2,9	-1,4	-5,5	-3,6	-3,6	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	1,4	-4,0	-7,3	-5,7	-5,7	...	...
Saldo corriente	-2,8	3,6	4,1	3,6	5,1	5,8	5,8	...	...
Bienes y servicios	-4,7	3,3	2,1	3,3	4,6	5,3	5,3	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,9	0,4	2,0	0,4	0,5	0,6	0,6	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-0,5	7,2	7,3	7,2	8,8	9,2	9,2	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	6,4	-2,3	-2,6	-2,3	2,7	5,6	5,6	5,1	...
A la vista y ahorro	7,3	-14,8	-9,4	-14,8	-11,2	-4,6	-4,6	-5,2	...
A plazo y preaviso	5,2	14,8	6,9	14,8	20,2	17,7	17,7	17,3	...
Depósitos de AA. PP.	12,4	-12,4	5,5	-12,4	9,1	4,5	4,5	15,0	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,4	-2,6	2,9	5,6	5,6	5,4	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	1,7	-1,5	-1,8	-1,5	-0,8	0,0	0,0	0,5	...
Empresas no financieras	-0,6	-2,1	-3,5	-2,1	-1,7	-1,4	-1,4	-0,6	...
Hogares - viviendas	3,2	-1,5	-0,9	-1,5	-0,9	0,2	0,2	0,4	...
Hogares - otras finalidades	2,9	0,2	-0,8	0,2	2,0	2,7	2,7	3,3	...
Administraciones públicas	-2,7	-5,5	-1,4	-5,5	5,9	-5,8	-5,8	-2,3	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,8	-1,7	-0,5	-0,2	-0,2	0,4	...
Tasa de morosidad (%)²	3,0	2,7	2,9	2,7	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.

Conoce nuestras publicaciones:



Notas Breves de Actualidad Económica y Financiera

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



Monitor de consumo

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



Flash de divisas

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



Informe Sectorial Inmobiliario 2S 2024

La vigorosa evolución del sector inmobiliario español en la primera mitad del año nos ha llevado a revisar al alza las previsiones para 2024 y 2025. Aun así, el desajuste entre oferta y demanda condicionará al sector, que además deberá afrontar retos importantes como el cambio climático o los problemas de acceso a la vivienda de la población joven y la más vulnerable.



Informe Sectorial de Turismo 2S 2024

Las cifras récord que ha alcanzado el turismo en España en los primeros meses de 2024 y los efectos del cambio climático en el sector resaltan la necesidad de seguir mejorando la gestión de los flujos y apostar por la innovación y la inversión, para minimizar las externalidades negativas de la actividad y tender hacia un modelo menos estacional y que refuerce la sostenibilidad.



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.

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:

Economía en tiempo real

Sigue la evolución de la economía española
a través de nuestros indicadores en tiempo real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

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

