

IM12

INFORME MENSUAL

NÚMERO 495 | DICIEMBRE 2024



ENTORNO ECONÓMICO-FINANCIERO

MERCADOS FINANCIEROS

El BCE ante las reverberaciones del Trump trade

Cuidado con lo que deseas (y con la economía de tu vecino): Trump y el dólar

ECONOMÍA INTERNACIONAL

Exposición de las economías europea y china a un aumento arancelario en EE. UU.

ECONOMÍA ESPAÑOLA

Impacto económico de las inundaciones en la provincia de Valencia

La sequía en Cataluña ¿ha modificado el gasto en agua de los hogares?

La relevancia de los intercambios comerciales de bienes entre España y EE. UU.

DOSSIER: ESPAÑA ANTE EL ESPEJO: EVOLUCIÓN DE LA DESIGUALDAD Y DE LA CLASE MEDIA

¿Cómo se define y cómo se mide la desigualdad?

Desigualdad: luces largas y luces cortas

La desigualdad de ingresos se reduce en España

¿Cómo ha evolucionado la clase media en España?

INFORME MENSUAL

Diciembre 2024

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

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista jefe

José Ramón Díez

Director de Economías y

Mercados Internacionales

Oriol Aspachs

Director de Economía Española

Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

Adrià Morron Salmeron y**Nuria Bustamante**

Coordinadores del *Informe Mensual*

Javier García-Arenas

Coordinador del Dossier

BPI Research (UEEF)

www.bancobpi.pt/

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

5 de diciembre de 2024

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

9 *El BCE ante las reverberaciones del Trump trade*

11 *Cuidado con lo que deseas (y con la economía de tu vecino): Trump y el dólar*

David del Val

14 ECONOMÍA INTERNACIONAL

16 *Exposición de la economía china a un aumento de aranceles en EE. UU.*

Luís Pinheiro de Matos

19 *Exposición de la economía europea a un aumento de aranceles en EE. UU.*

David Martínez

24 ECONOMÍA ESPAÑOLA

26 *Impacto económico de las inundaciones en la provincia de Valencia*

Eduard Alcobé, Zoel Martín y Judit Montoriol

29 *La sequía en Cataluña ¿ha modificado el gasto en agua de los hogares?*

Zoel Martín Vilató y Josep Mestres Domènech

31 *La relevancia de los intercambios comerciales de bienes entre España y EE. UU.*

Sergio Díaz Valverde

34 *Impacto de la subida de aranceles sobre las exportaciones españolas a EE. UU.: ¿qué sectores pueden verse más impactados?*

Judit Montoriol y Anna Bahí

37 ECONOMÍA PORTUGUESA**39 DOSSIER: ESPAÑA ANTE EL ESPEJO: EVOLUCIÓN DE LA DESIGUALDAD Y DE LA CLASE MEDIA**

39 *¿Cómo se define y cómo se mide la desigualdad?*

Oriol Aspachs y Josep Mestres Domènech

41 *Desigualdad: luces largas y luces cortas*

Oriol Aspachs y Josep Mestres Domènech

43 *La desigualdad de ingresos se reduce en España*

Oriol Aspachs y Josep Mestres Domènech

45 *¿Cómo ha evolucionado la clase media en España?*

Oriol Aspachs y Josep Mestres Domènech

No es tiempo para la inacción

Con los focos de la atención mediática mundial tratando de arrojar algo de luz sobre los efectos de los primeros nombramientos y anuncios de la Administración Trump, la realidad es que todavía es demasiado pronto para anticipar cualquier guía de política económica, más allá de lo que ya están descontando los mercados financieros con la apreciación del dólar, las revalorizaciones de la renta variable y la revisión al alza de las expectativas de tipos de interés. El veredicto es que en EE. UU. vamos a tener más crecimiento nominal a corto plazo, lo difícil es anticipar cómo se repartirá entre actividad e inflación, algo que dependerá de si se utiliza la cirugía en las subidas arancelarias para limitar los daños en las cadenas de valor, del grado de afectación en la oferta laboral de las políticas migratorias y de cómo se implemente el programa fiscal expansivo que ya está en la recámara.

Por tanto, el abanico de efectos sobre la economía mundial continúa muy abierto, pues también estará ligado a las respuestas del resto de actores implicados (China ya ha anunciado restricciones a exportaciones de metales y minerales), de la capacidad de terceros países de desviar comercio a través de naciones conectoras y del margen de negociación de cada país. Siendo conscientes de que, en 2025, el mayor riesgo sobre los escenarios centrales de aterrizaje ordenado es el de nuevas afectaciones negativas sobre la oferta, bien sean por guerras arancelarias o por distorsiones en los escenarios energéticos, en un entorno financiero caracterizado por cierta complacencia en el comportamiento de los mercados.

Centrándonos en la eurozona, el canal comercial será la principal vía de impacto potencial de la nueva agenda económica de la Administración americana, al verse penalizada la demanda externa por la probable subida de aranceles, efecto que podría mitigarse parcialmente con la apreciación del dólar, a costa de un aumento de la inflación causado por el encarecimiento de las importaciones y por una posible respuesta arancelaria de la UE. En segundo lugar, como consecuencia de una Fed menos acomodaticia ante el aumento de las expectativas de inflación se podrían tensionar las condiciones financieras globales y, por lo tanto, también las europeas. Y, en tercer lugar, el aumento de la incertidumbre causado por los conflictos arancelarios puede condicionar el sentimiento inversor y el apetito por el riesgo y terminar deprimiendo la actividad económica. Todo lo anterior, partiendo de la base de una sensibilidad importante de la UE a cambios de las reglas del juego en la relación con EE. UU., teniendo en cuenta que la economía americana es el destino del 20% de las exportaciones de bienes y servicios y que el 3,4% del VAB de la región está vinculado a la demanda de EE. UU., con una exposición importante en sectores como el farmacéutico (22%), el químico (10%) o el de maquinaria (8%). Así que una subida del arancel universal en EE. UU. hasta el 10% tendría un impacto relevante partiendo de los bajos niveles actuales (arancel promedio de solo el 2%).

En este contexto, Europa no se encuentra en la mejor forma para afrontar los nuevos retos de la relación transatlántica (aranceles, Ucrania, política de defensa/OTAN), teniendo en cuenta las flojas perspectivas de crecimiento para el próximo año (con una Alemania que sigue muy débil), la elevada dependencia del modelo de crecimiento respecto al sector exterior (elemento penalizador en estos momentos), la fragilidad fiscal de Francia e Italia y la debilidad de partida de la nueva Comisión Europea (41% de votos en contra en el Parlamento Europeo). Si a todo lo anterior, le unimos la inestabilidad política en Francia y Alemania que, a corto plazo, minimizará la tracción del principal eje vertebrador de la región, el punto de partida para el próximo año es desafiante. La parte positiva es que de momento el riesgo de «italianización» (sin la *finezza* transalpina) de la esfera política francesa solo se ha traducido en un realineamiento ordenado de las primas de riesgo en la eurozona, pues el mercado se ha limitado a poner en precio el evidente deterioro fiscal francés (algo que por otra parte estaba encima de la mesa desde hace tiempo), pero sin penalizar al resto de periféricos. Lo que también refleja el potencial disuasorio del entramado de instrumentos diseñado en la última década para afrontar crisis idiosincráticas en la eurozona (ESM, TPI, etc.). Aunque ya sabemos por experiencia propia que estar en el radar de riesgos de los mercados financieros no es la mejor receta en tiempos convulsos.

En definitiva, estamos abocados a un nuevo año de fuertes emociones económicas, lo que aconseja aprovechar la tregua de Navidad para tomarnos un respiro. Buen momento para desear a los lectores todo lo mejor para 2025 y mandar un fuerte abrazo a nuestros compañeros, clientes y amigos de Valencia.

José Ramón Díez
Diciembre 2024

Cronología

NOVIEMBRE 2024

- 7** La Fed recortó los tipos de interés 25 p. b. hasta el intervalo de 4,50%-4,75%.
El BoE recortó los tipos de interés 25 p. b. hasta el 4,75%.

SEPTIEMBRE 2024

- 12** El BCE recortó los tipos de interés 25 p. b. y situó el *depo* en el 3,50% y el *refi* en el 3,65%.
- 18** La Fed recortó los tipos de interés 50 p. b. hasta el intervalo de 4,75%-5,00%, tras haberlos subido 500 p. b. desde marzo de 2022.

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.

OCTUBRE 2024

- 17** El BCE recortó los tipos de interés en 25 p. b. y bajó el tipo *depo* hasta el 3,25%.

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%.

Agenda

DICIEMBRE 2024

- 2** Portugal: producción industrial (octubre).
- 3** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (noviembre).
- 10** Portugal: comercio internacional (octubre).
- 12** Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 17** España: encuesta trimestral de coste laboral (3T).
- 17-18** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 19-20** Consejo europeo.
- 23** España: contabilidad nacional trimestral (3T).
España: créditos, depósitos y morosidad (octubre y 3T).
España: balanza de pagos y PIIN (3T).
Portugal: desglose del PIB (3T).
Portugal: precios de la vivienda (3T).
- 26** Portugal: ratio de morosidad (3T).
- 30** España: avance del IPC (diciembre).
España: tasa de ahorro de los hogares (3T).
- 31** Portugal: avance del IPC (diciembre).

ENERO 2025

- 2** Portugal: deuda pública (noviembre).
- 3** España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (diciembre).
- 7** Eurozona: avance del IPC (diciembre).
Portugal: crédito de nueva concesión (noviembre).
Eurozona: índice de sentimiento económico (diciembre).
- 9** España: cuentas financieras (3T).
- 10** Portugal: PIB (3T).
- 17** Portugal: balanza de pagos (noviembre).
China: PIB (4T).
- 22** España: créditos, depósitos y morosidad (noviembre).
Portugal: deuda sector no financiero (noviembre).
- 28** España: encuesta de población activa (4T).
- 28-29** Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 29** España: avance del PIB (4T).
- 30** España: avance del IPC (enero).
Portugal: ejecución presupuestaria (diciembre).
Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
Eurozona: PIB de la eurozona (4T).
Eurozona: índice de sentimiento económico (enero).
EE. UU.: PIB (4T y 2023).

El *big data* y los *big* retos de la economía española

La velocidad a la que avanza la tecnología contrasta notablemente con la lentitud con la que las principales economías abordan desafíos cruciales como el cambio climático, el cambio demográfico y la cohesión social. Llevamos años discutiendo las consecuencias de no reducir las emisiones de gases de efecto invernadero y la importancia de un crecimiento económico inclusivo, así como las implicaciones del envejecimiento de la población. Aunque las mejoras tecnológicas son claras, convertirlas en acciones concretas para abordar estos retos sigue siendo un desafío.

En CaixaBank Research, intentamos contribuir a cerrar esta brecha. En las siguientes páginas del *Informe Mensual*, encontrarás varios artículos que analizan el impacto de estos fenómenos en la economía española. La novedad: la utilización de datos internos de CaixaBank, debidamente anonimizados. Utilizando técnicas de *big data* y herramientas de estadística avanzada, construimos indicadores que permiten analizar en tiempo real y de forma detallada el impacto de estos fenómenos en múltiples dimensiones.

Por ejemplo, un artículo analiza el impacto de la sequía en los hábitos de consumo de agua utilizando los recibos domiciliados en las cuentas de CaixaBank. Así, constatamos que las políticas implementadas durante la sequía tuvieron un impacto significativo en el consumo de agua. La declaración de un municipio en situación de sequía llevó a los vecinos a reducir el consumo de agua cerca de un 10%.

Otro artículo examina el impacto económico de las inundaciones en la provincia de Valencia. A través de la evolución del gasto realizado con las tarjetas de CaixaBank, constatamos que el impacto económico de la DANA en los municipios más afectados es muy importante y persistente, con caídas de compras que un mes después se mantienen alrededor del 60%. La afectación es generalizada entre sectores, pero especialmente significativa en *retail*. En el resto de los municipios afectados por las inundaciones, aunque el impacto inicial también fue sustancial, la recuperación, afortunadamente, está siendo más rápida. Los últimos datos disponibles ya presentan una evolución del gasto más normalizada. Los múltiples indicadores que hemos construido para seguir de cerca la evolución de la economía valenciana los actualizamos semanalmente en nuestra página web. Confiamos en que, cuanto más información disponible haya, mejores serán las políticas para reconstruir la zona.

Finalmente, dedicamos el Dossier a analizar uno de los principales determinantes del bienestar de la población y de su cohesión: la desigualdad. Para los países desarrollados, disponemos de datos hasta 2022, y en la mayoría de

ellos la desigualdad de ingresos presenta una tendencia al alza. En cambio, para España disponemos de datos hasta noviembre de 2024 y el mensaje, afortunadamente, es muy distinto. En CaixaBank Research hace ya cuatro años que analizamos cada mes la evolución de millones de nóminas ingresadas en CaixaBank, debidamente anonimizadas, así como las transferencias sociales por prestaciones de desempleo o ERTE. Con toda esta información, durante la pandemia constatamos el importante papel de las ayudas públicas para amortiguar el aumento de la desigualdad. En 2022, anunciamos que se habían recuperado los niveles de desigualdad previos a la pandemia. Ahora constatamos que la desigualdad ha mantenido una tendencia a la baja desde entonces gracias a la buena evolución de la economía y, especialmente, a la reducción de la tasa de paro. Hoy en día, los índices de desigualdad de ingresos elaborados por CaixaBank Research se encuentran muy por debajo de los niveles previos a la pandemia.

El envejecimiento de la población y, en general, la evolución demográfica, también suponen un importante reto. Las implicaciones en el crecimiento económico, el gasto sanitario o la sostenibilidad del sistema de pensiones pueden ser unas u otras en función de cómo se reaccione. En el *Informe Mensual* del próximo mes, habrá un artículo que analiza cómo ha evolucionado el ahorro de los españoles, y en concreto el de las personas de mayor edad, utilizando los datos internos de CaixaBank. Ello nos permite responder preguntas como ¿el fuerte aumento del ahorro que se ha producido los últimos años se concentra en las personas de mayor edad? Y, si es así, ¿cuáles pueden ser los motivos?

En CaixaBank Research, no somos punteros en investigación sobre *big data* o inteligencia artificial. Pero intentamos estar atentos a los últimos desarrollos en la materia para mejorar el análisis económico, especialmente en aquellos ámbitos clave para que el crecimiento sea más dinámico, más inclusivo y más sostenible a largo plazo. Confiamos en que, con la mejor información posible, la toma de decisiones de las Administraciones públicas y de las empresas privadas del país también siga mejorando. En definitiva, querido lector, esperamos que toda esta información sea de tu interés y te sea útil a ti. Que te ayude a tener una opinión más rica y profunda sobre la situación en la que nos encontramos y que te sirva para tomar las mejores decisiones. Un año más, muchas gracias por seguirnos y por la confianza depositada en nosotros. Desde CaixaBank Research, te deseamos feliz Navidad y un próspero año nuevo.

Oriol Aspachs

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

Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TIPOS DE INTERÉS							
Dólar							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,50	3,25
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,16	3,07
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,62	3,10
Deuda pública 2 años	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	3,60	3,35
Deuda pública 10 años	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,80	3,80
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,15	2,15
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	2,93	2,01
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,93	2,04
Euríbor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,94	2,06
Euríbor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,77	2,12
Euríbor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,60	2,18
Alemania							
Deuda pública 2 años	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,15	2,05
Deuda pública 10 años	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,10	2,00
España							
Deuda pública 3 años	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,41	2,32
Deuda pública 5 años	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,50	2,41
Deuda pública 10 años	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	2,80
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	2,62	2,53
Deuda pública 5 años	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,63	2,56
Deuda pública 10 años	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	2,75
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	1,05	1,00
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	76,0	73,5
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	72,4	73,5

Previsiones

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

Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CRECIMIENTO DEL PIB							
Mundial	4,4	2,9	6,5	3,5	3,3	3,1	3,3
Países desarrollados	2,7	1,0	5,7	2,6	1,7	1,7	1,8
Estados Unidos	2,7	1,5	6,1	2,5	2,9	2,6	1,9
Eurozona	2,3	0,3	6,3	3,6	0,5	0,7	1,3
Alemania	1,6	0,8	3,6	1,4	-0,1	0,0	0,7
Francia	2,3	0,3	6,8	2,6	1,1	1,1	1,2
Italia	1,5	-1,0	8,8	4,8	0,8	0,5	1,0
Portugal	1,5	-0,2	5,6	7,0	2,5	1,7	2,3
España	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	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	1,1	1,0
Países emergentes y en desarrollo	6,4	4,4	7,0	4,1	4,4	4,2	4,2
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,3	4,6	4,0
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	2,5	1,8
México	2,3	0,7	6,1	3,7	3,2	2,1	2,1
Rusia	-	1,0	5,9	-1,3	3,7	3,1	1,3
Turquía	5,5	4,3	11,4	5,5	5,1	3,4	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	5,7	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	2,9	2,0
Eurozona	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,2
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	1,3	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
España	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	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	2,6	2,3
Países emergentes y en desarrollo	6,7	5,5	5,9	9,8	8,3	7,9	5,7
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,4	1,4
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	6,6	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	3,7	-0,9	7,2	4,9	1,7	2,5	2,5
Consumo de las AA. PP.	4,5	1,1	3,6	0,6	5,2	3,6	1,6
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,8	2,6	3,3	2,1	2,7	3,4
Bienes de equipo	4,9	-0,9	3,3	2,9	1,1	1,8	4,3
Construcción	5,7	-3,0	0,5	2,2	3,0	3,5	3,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,9	6,9	3,9	1,7	2,4	2,4
Exportación de bienes y servicios	4,7	1,1	13,4	14,3	2,8	3,0	2,3
Importación de bienes y servicios	7,0	-1,0	15,0	7,7	0,3	1,9	2,8
Producto interior bruto	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	2,3
Otras variables							
Empleo	3,2	-1,0	7,3	4,1	3,2	2,3	2,1
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,9	13,0	12,2	11,6	11,2
Índice de precios de consumo	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Costes laborales unitarios	3,1	1,2	1,2	1,9	6,1	4,5	3,3
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	0,8	0,4	2,7	3,1	3,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	0,3	1,6	1,1	3,6	4,1	4,1
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,8	-6,7	-4,6	-3,5	-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	4,9	5,6	2,0	2,2	1,7
Consumo de las AA. PP.	2,2	-0,2	3,8	1,7	0,6	1,0	0,8
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,8	7,8	3,3	3,6	1,3	5,7
Bienes de equipo	3,4	2,3	16,0	7,2	5,7	-	-
Construcción	-1,3	-2,2	6,6	0,9	1,3	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	5,0	1,7	1,8	2,3
Exportación de bienes y servicios	5,3	2,3	12,0	17,2	3,5	4,2	5,0
Importación de bienes y servicios	3,6	1,6	12,3	11,3	1,7	4,6	5,0
Producto interior bruto	1,5	-0,2	5,6	7,0	2,5	1,7	2,3
Otras variables							
Empleo	0,4	-0,6	2,2	3,3	2,3	0,9	1,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,1	6,7	6,1	6,5	6,5	6,4
Índice de precios de consumo	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,2	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)	-4,5	-5,2	-2,8	-0,3	1,2	0,5	0,3

■ Previsiones

Datos y expectativas marcan el compás de los mercados

Los inversores, entre Trump y la debilidad de la eurozona. La primera reacción del mercado a la victoria de Trump y el partido Republicano en las elecciones de EE. UU. fue acorde con unas expectativas en que sus políticas supongan una mayor inflación a medio plazo, así como un cierto impulso al crecimiento económico a corto plazo. Los tipos de interés de los *treasuries* aumentaron a lo largo de toda la curva, así como el tipo de interés de llegada esperado para la Fed en este ciclo de bajadas; la bolsa registró avances, en particular las compañías más expuestas al mercado estadounidense; y el dólar se apreció con fuerza frente a sus pares, especialmente el euro. Esta reacción, no obstante, se corrigió en diversos activos a medida que avanzó el mes, y contrastó con lo ocurrido en una eurozona cuyos activos financieros se vieron algo lastrados por las noticias de la elección de Trump.

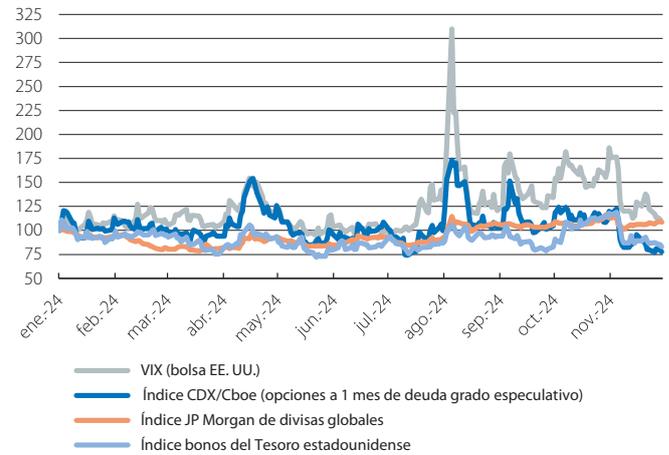
Aumenta la divergencia en las expectativas de política monetaria de la Fed y el BCE. Además de la victoria de Trump, el dinamismo de la economía estadounidense hizo repuntar las expectativas de tipos de interés de la Fed en los próximos meses. También contribuyó el hecho de que varios miembros de la Fed se mostraron favorables al gradualismo en las bajadas y su presidente, Powell, reconoció que no ve necesario acelerarlas. Así, aunque los mercados siguen descontando un recorte de tipos de 25 p. b. en diciembre, pasaron a esperar unos tipos de la Fed algo más altos (+20 p. b.) a medio plazo. Las expectativas para el BCE se mantuvieron más estables, en un contexto de debilidad de los indicadores económicos y relativa incertidumbre política de los países del núcleo de la eurozona y con una desinflación que sí prosigue su curso como se anticipaba. Todo ello reforzó la expectativa de una nueva bajada de tipos del BCE de 25 p. b. en diciembre (100% de probabilidad según los mercados).

Tipos a la baja a ambos lados del Atlántico. Las caídas en la rentabilidad de la deuda soberana fueron más acusadas en la eurozona, con la deuda alemana cediendo más de 30 p. b. de forma bastante homogénea a lo largo de la curva. Destacó también el repunte de la prima de riesgo francesa (+10 p. b. y ya consolidada por encima de la prima española) ante las dificultades del Gobierno para aprobar recortes presupuestarios que corrijan el déficit. Por su parte, las primas de riesgo de España y Portugal se mantuvieron relativamente estables en noviembre y la italiana disminuyó en casi 10 p. b. En el caso de EE. UU., el rebote inicial de los tipos soberanos tras la victoria electoral de Trump dio paso, en el tramo final del mes, a un descenso de la rentabilidad de los *treasuries*, con un aplanamiento de pendientes (movimiento que coincidió con la propuesta de nombramiento del gestor de fondos Scott Bessent como secretario del Tesoro).

Renta variable al alza. Ganancias en los índices bursátiles estadounidenses, favorecidas por el descenso de los tipos sobe-

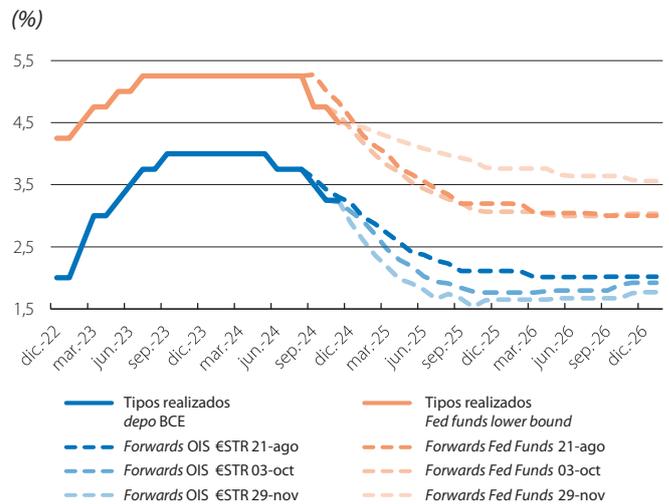
Evolución de los índices de volatilidad en el mercado de EE. UU., por activo

Índice (100 = 29/12/2023)



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

Expectativas del mercado sobre los tipos de intervención



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

Evolución de los tipos de interés soberanos



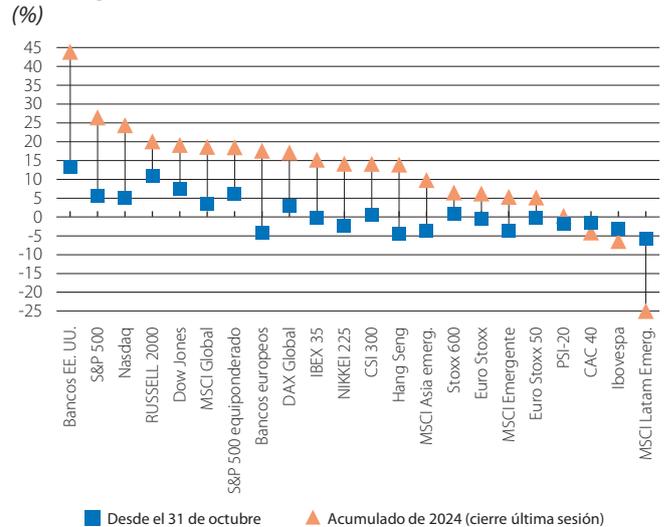
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

ranos y las expectativas de bajadas de impuestos y menor regulación de la nueva Administración Trump, con el S&P 500 y el Nasdaq avanzando más de un 5% hasta nuevos máximos, en contraste con las bolsas del resto del mundo. El desempeño de las compañías de menor capitalización más expuestas al mercado estadounidense fue aún mejor (Russell 2000 +11%) y, por sectores, el sector bancario fue el más beneficiado (índice KBW de bancos +12%). Esto contrasta con la bolsa europea, donde las ganancias fueron más moderadas y hubo un desempeño mixto por países. El DAX alemán avanzó cerca de un 5% hasta sus máximos, impulsado por las compañías tecnológicas y otros exportadores no automovilísticos, mientras que el CAC francés y el MIB italiano se quedaron ligeramente en negativo. En un punto intermedio, el IBEX 35 subió algo más de un 2%.

La victoria de Trump aprecia al dólar. El tipo de cambio efectivo nominal del dólar registró una apreciación similar a la de la primera elección de Trump en 2016 (alrededor del +3% desde las elecciones). Algo parecido ocurrió con el euro (-4% desde las elecciones), que fue de las divisas más depreciadas frente al dólar, lastrado por la debilidad de los últimos indicadores económicos y las amenazas arancelarias de la nueva Administración de EE. UU. (véase la coyuntura de Economía internacional). Otras divisas expuestas a los aranceles de Trump acumularon menores depreciaciones en noviembre: el peso mexicano más de un 1%, el yuan alrededor de un 2% y el dólar canadiense cerca de un 1%. También el real brasileño acumuló una fuerte depreciación frente al dólar (más de un 3% en noviembre), lastrado por dudas de los inversores sobre la política fiscal. En cambio, el yen japonés se apreció frente al dólar, de la mano de una mayor confianza en las expectativas de subidas de tipos del Banco de Japón.

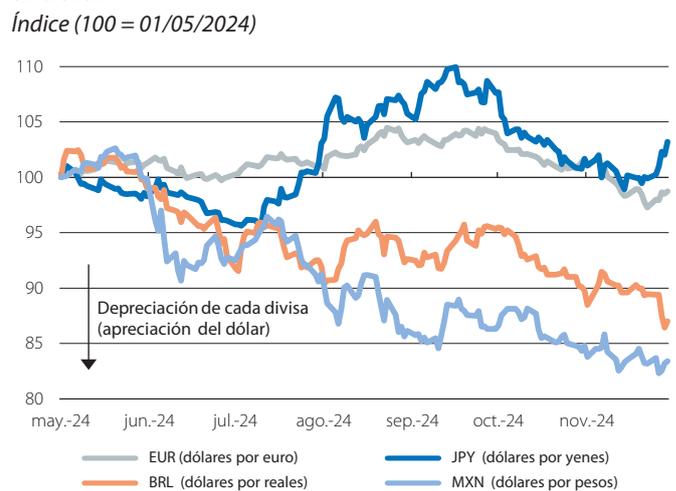
Estabilidad relativa del petróleo y repunte del gas natural en Europa. En noviembre, el precio del barril de Brent osciló en un rango entre 71 y 76 dólares, en un mercado marcado por las perspectivas de que la OPEP+ prosiga con su plan de aumentar la producción en 2025, a pesar de la prevalencia de riesgos notables. Además, en noviembre un aumento de los inventarios de crudo en EE. UU. y la fortaleza del dólar se contrapusieron a algunos visos de recuperación industrial china. En cuanto al gas natural, el precio del TTF repuntó de unos 40 euros/MWh hasta cerca de los 50 euros/MWh (cerca de un +15% y en máximos del año), lastrado por la perspectiva de un invierno más frío que en los últimos años (y que se ha traducido en una reducción algo más temprana de las reservas europeas, aunque estas siguen en cotas históricamente elevadas). Además, el precio del gas también se vio condicionado por el hecho de que el 1 de enero de 2025 expira un acuerdo mediante el cual todavía hay gas ruso que circula hasta Europa por un gaseoducto que atraviesa Ucrania.

Desempeño de índices bursátiles



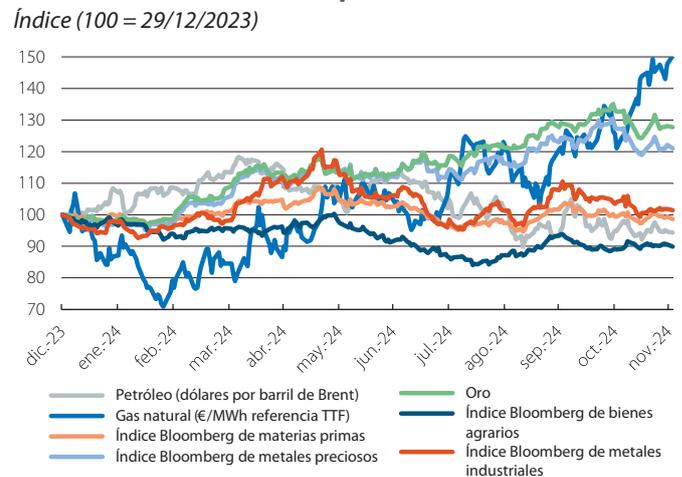
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Evolución de divisas seleccionadas frente al dólar



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

Evolución de las materias primas



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

El BCE ante las reverberaciones del Trump trade

El triunfo de Donald Trump en las elecciones de EE. UU. ha movido las expectativas de los mercados financieros. Ya en las primeras semanas de otoño, la probabilidad de victoria que se iba cotizando en las casas de apuestas estuvo acompañada de repuntes de tipos de interés, la expectativa de una Fed menos acomodaticia y una apreciación del dólar. Estas dinámicas, también aupadas por una macroeconomía estadounidense firme, siguieron con el añadido de un rally bursátil tras la confirmación de la triple victoria republicana en noviembre (Casa Blanca, Senado y Cámara de Representantes). En Europa, en cambio, los movimientos han sido más moderados y las expectativas para el BCE se mantuvieron particularmente estables (véase el primer gráfico). ¿Significa eso que el cambio de Administración estadounidense no condicionará las perspectivas del BCE?

Shock y mecanismos de transmisión

En la agenda económica de la nueva Administración Trump destacan una política fiscal expansiva (vía reducciones de impuestos), una política migratoria restrictiva y barreras al comercio internacional (con un aumento de aranceles). Tres grandes patas que, al estimular la demanda y condicionar la oferta en un contexto de madurez del ciclo económico, pueden generar una mayor inflación en EE. UU. y, a corto plazo, animar moderadamente la actividad doméstica. Estas consecuencias, coherentes con los movimientos anticipatorios de los mercados ya comentados, han hecho que se conozca como *Trump trade* a la combinación de un dólar más fuerte, mayores tipos de interés y bolsas al alza.

Para la economía europea, hay tres grandes canales a través de los cuales la agenda de la nueva Administración puede terminar impactando en las perspectivas económicas a corto y medio plazo. En primer lugar, los aranceles encarecen las exportaciones de Europa a EE. UU. y enfriarían la demanda externa de la eurozona. La apreciación del dólar podría mitigar el impacto negativo sobre la actividad europea, pero a costa de importar una inflación que podría acentuarse en caso de guerra comercial y retaliación arancelaria por parte de Europa. En segundo lugar, los *spillovers* de una Fed menos acomodaticia (luchando contra la inflación) podrían tensionar las condiciones financieras globales y, por lo tanto, también las europeas. Y, en tercer lugar, el aumento de la incertidumbre puede condicionar el sentimiento inversor y el apetito por el riesgo y terminar deprimiendo la actividad económica.

El impacto neto de estos tres canales sobre la actuación del BCE es incierto: la eurozona podría sufrir algo más o algo menos de inflación, según la intensidad de las políticas y la reacción de las cotizaciones financieras, así como del enfriamiento de la actividad europea (y su transmisión sobre los precios). Además, hay otros factores de

EE. UU.: expectativas de política monetaria y elecciones presidenciales *

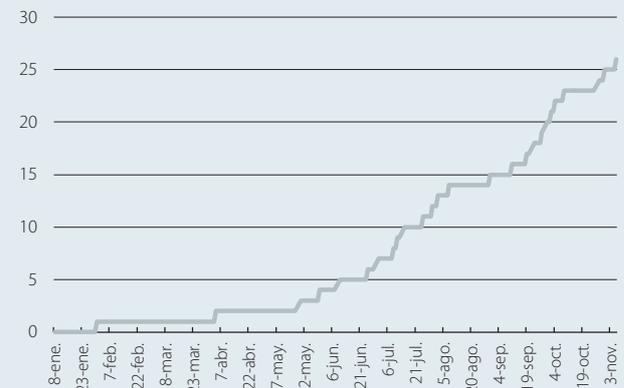


Notas: * Las expectativas de política monetaria corresponden a forwards estimados sobre las curvas de tipos OIS de EE. UU. y la eurozona con el modelo de Nelson-Siegel-Svensson. La probabilidad de victoria de Trump se corresponde con la probabilidad implícita en las apuestas según Polymarket.

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

Sesiones identificadas como Trump trade en 2024

Número (acumulado)



Nota: Una sesión de mercado es Trump trade si cumple cuatro requisitos: tipos soberanos de EE. UU. al alza, apreciación del dólar, bolsas americanas suben y aumenta la probabilidad de victoria de Trump según las casas de apuestas.

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

incertidumbre, como la capacidad de moderación de un Congreso en el que la mayoría republicana es muy ajustada o la duda de si las amenazas arancelarias de la Administración Trump son indiscutibles o, quizás, una herramienta de negociación comercial entre gobiernos. A la espera de ganar la visibilidad suficiente en todos estos aspectos, sí podemos tener algunas primeras pistas a través del balance de la situación que están haciendo los mercados financieros.

Trump trade y sensibilidades de mercado

Para destilar la visión del escenario que barajan los mercados financieros, analizamos el comovimiento de las varia-

bles financieras europeas con sus homólogas estadounidenses solo en aquellas sesiones de mercado dominadas por la perspectiva electoral en EE. UU.: en concreto, solo las sesiones *Trump trade* en las que (i) sube la bolsa (S&P 500), (ii) el dólar se aprecia (frente a una cesta de divisas), (iii) incrementa el tipo soberano de EE. UU. a 10 años y (iv) aumenta la probabilidad de victoria de Trump (según las cotizaciones de las casas de apuestas).¹ Como muestra el segundo gráfico, estas sesiones se concentran en la segunda mitad de 2024 y, especialmente, entre los meses de septiembre y octubre.

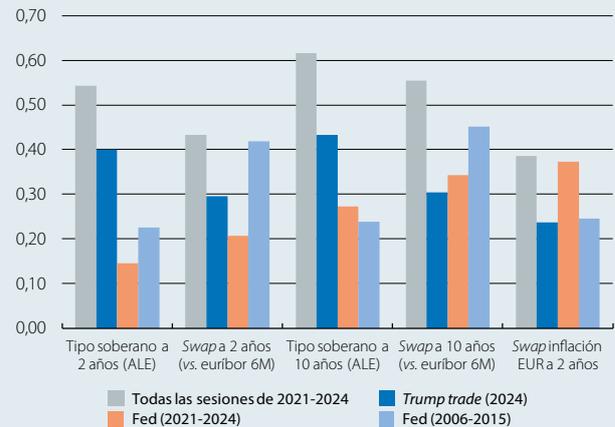
El ejercicio, resumido en el tercer gráfico, señala que el *Trump trade* tiene un efecto arrastre significativo sobre los mercados financieros de la eurozona, tanto en tipos soberanos de corto y largo plazo como en las expectativas de política monetaria del BCE y las expectativas de inflación. En todos los casos hay un comovimiento positivo con EE. UU. (es decir, aunque la magnitud del impacto de la agenda de la Administración Trump sea menor en Europa, según los mercados financieros la dirección de ese impacto sería la misma en EE. UU. y Europa). Con todo, el arrastre más fuerte es sobre los tipos soberanos, especialmente a largo plazo, mientras que los *spillovers* son claramente inferiores en términos de expectativas de inflación. Respecto a las expectativas de política monetaria, el ejercicio sugiere que los mercados ven un efecto arrastre relevante, pero de magnitud intermedia.

Para poner en contexto estas sensibilidades de mercados al *Trump trade*, las podemos contrastar con otro evento importante: las reuniones de la Fed.² El tercer gráfico muestra que también la Fed genera un importante efecto arrastre sobre los mercados financieros europeos.³ Es destacable que el arrastre del *Trump trade* parece ser claramente superior al de la Fed en cuanto a tipos de interés soberanos, mientras que la Fed domina en términos de expectativas de inflación y ambos factores generan un arrastre parecido sobre las expectativas de política monetaria.

Por último, hay que resaltar que el comovimiento en los días dominados por la reunión de la Fed o por los del *Trump trade* es inferior al comovimiento observado cuando tomamos todas las sesiones de mercado en su conjunto. Esto sugiere que, en los días de Fed o *Trump trade*, domina el *driver* idiosincrático de EE. UU. (con una mayor

Spillovers de EE. UU. a la eurozona

*Coefficiente de regresión **



Nota: * Coeficiente de la regresión de la variable europea contra su homóloga estadounidense. Por ejemplo, puede interpretarse como el incremento en p. p. del tipo soberano de Alemania a 2 años ante un incremento de 1 p. p. del tipo soberano a 2 años de EE. UU.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

incidencia en las variables financieras americanas) que los *drivers* globales (que afectan a todas las economías de manera más parecida).

En definitiva, el triunfo de Donald Trump y el control republicano del Senado y la Cámara de Representantes facilita la implementación de una agenda económica que, en EE. UU., puede terminar generando más inflación y, quizás, cierta aceleración de la actividad a corto plazo. Si estas perspectivas se fueran materializando, la Fed podría terminar siendo menos acomodaticia de lo esperado, y todo ello tendría sus reverberaciones en Europa. La lectura inicial de los mercados financieros fue la de esperar cierto arrastre sobre el BCE y las condiciones financieras de la eurozona. Sin embargo, el escenario también depende del punto de partida y la situación cíclica de la eurozona. Y, en este sentido, la realidad más inmediata que dibujan los últimos datos de la eurozona es la de una inflación a la baja y cada vez más cerca del objetivo, así como un enfriamiento de la actividad. Dada su estrategia oficial de «dependencia de los datos», las próximas decisiones del BCE estarán sujetas a las señales presentes que mandan los datos, pero probablemente también condicionadas por la expectación sobre la agenda económica de EE. UU. y sus consecuencias en el futuro.

1. También forman parte del análisis aquellas sesiones en las que la probabilidad de victoria disminuye y la dirección de la bolsa, el tipo de cambio y los tipos soberanos se invierte consecuentemente.
 2. Evaluamos el comovimiento de las mismas variables financieras europeas con sus homólogas de EE. UU. analizando solo aquellas sesiones de mercados en las que hay una reunión de política monetaria de la Fed.
 3. Aunque, como sugiere la comparativa entre la sensibilidad de 2006-2015 con la de 2021-2024, en los últimos años parece haber perdido algo de fuerza. Entre 2015 y 2019 también hay una menor sensibilidad, que se puede explicar por el desacople entre una Fed que subía tipos y un BCE que ahondaba en el estímulo no convencional, con compras de activos y tipos negativos.

Cuidado con lo que deseas (y con la economía de tu vecino): Trump y el dólar

La clara victoria de Trump y la mayoría republicana en el Congreso han supuesto una importante apreciación del dólar frente a sus pares (3% el tipo de cambio efectivo nominal) y en particular frente al euro (4% acumulado entre el 5 y el 26 de noviembre). El calado de las políticas anunciadas en campaña afecta a las perspectivas para el tipo de cambio euro-dólar, que repasamos en este artículo.

Foco en el *soft landing* y la Fed, por ahora...

El dólar viene apreciándose frente al euro desde finales de septiembre (más de un 6%) impulsado por el dinamismo de la economía estadounidense, excepcional entre las principales economías desarrolladas del mundo, que contrasta con la debilidad de la eurozona. En Europa, la crisis manufacturera en los países del núcleo no da aún signos de revertirse, en un contexto de escaso crecimiento de la productividad. Además, Francia afronta una severa consolidación fiscal, y Alemania un intenso debate político respecto a la conveniencia de una mayor inversión pública. Todo ello ha hecho que las expectativas de tipos de interés a un lado y otro del Atlántico se hayan diferenciado.

... a lo que se suman unas políticas apreciadoras para el dólar

La victoria de Trump ha extendido esta tendencia apreciadora del dólar, dado el carácter apreciador de sus políticas en la divisa (al menos, en una primera aproximación, estática, que no cuenta con eventuales respuestas de los socios comerciales, y a corto plazo). A grandes rasgos, los canales de impacto de estas en el dólar serían:

1. La imposición de un arancel universal tendría un efecto inflacionario en la economía de EE. UU., tanto si produce una sustitución de importaciones como si simplemente estas se encarecen. Una mayor inflación debería llevar a unos mayores tipos de interés y apreciar el dólar.
2. Otra de las políticas anunciadas por Trump, las bajadas de impuestos, en particular a las empresas, supondrían unos mayores beneficios empresariales. Esto atraería flujos de inversión extranjeros y debería resultar apreciador para el dólar.
3. Por último, en cuanto a las restricciones migratorias, estas deberían resultar apreciadoras para el dólar en un contexto como el actual. El mercado de trabajo está normalizándose, pero aún sigue tensionado, y una reducción en la oferta de trabajo resultaría potencialmente inflacionaria, y con ello presionaría al alza los tipos de interés y el dólar a corto plazo. Dicho esto, a más largo plazo, una restricción migratoria tendría un efecto negativo sobre el

Euro/dólar predicho por el diferencial de tipos reales (Dólares por euro)



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

Pendientes de las curvas de tipos en dólar y euro y tipo de cambio (p. b.)



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

crecimiento potencial de la economía, y con ello también en el tipo de cambio efectivo real del dólar.

Las expectativas de tipos de interés del mercado han recogido estos extremos. Así, mientras la velocidad a la que se espera que la Fed reduzca los tipos de interés se ha reducido de forma notable en los últimos meses, pasando de descontar un nivel de llegada del 3% a finales de agosto frente a los niveles en torno al 3,75% que se descuentan actualmente. En cambio, ahora los mercados esperan que el BCE baje los tipos de interés hasta el 1,75%, mientras que hace unos meses el punto de llegada se situaba en el 2,00%.

También la divisa ha recogido estos cambios. Así, la apreciación del dólar desde finales de septiembre está muy correlacionada con los movimientos de las curvas de tipos

a ambos lados del Atlántico. Si en la eurozona se ha dado un cierto apuntamiento de la pendiente 2-5 años, mostrando unas expectativas de cierta mejoría cíclica, en EE. UU. esta misma pendiente se ha aplanado ante la expectativa de que los tipos se mantengan más elevados por más tiempo, y cierto coste en el crecimiento a más largo plazo de las políticas de Trump.

Por otro lado, como se muestra en el primer gráfico, la apreciación del dólar frente al euro ha sido incluso superior al movimiento que se ha producido en las expectativas de tipos de interés (y de inflación) a corto plazo. Ello, seguramente, responde al impacto que se estima que pueden tener las políticas anunciadas por Trump a corto plazo.

Todo ello sugiere que la reciente apreciación del dólar puede consolidarse en los próximos meses o que incluso podría continuar hasta situar el dólar alrededor de la paridad con el euro el año que viene si finalmente la nueva Administración Trump implementa las medidas anunciadas en campaña.

Unas perspectivas con múltiples riesgos

Los riesgos para las perspectivas del euro-dólar son múltiples. Por un lado, la política económica y comercial de Trump aún está por concretarse. Según vimos en su anterior mandato, muchas de sus propuestas electorales tuvieron una vida corta, y algunos de los anuncios de subidas arancelarias se usaron como medida de presión negociadora. Por otro lado, la inflación en EE. UU. también podría terminar disminuyendo más rápidamente de lo esperado, o la normalización del mercado de trabajo derivar en una debilidad algo más acusada. En cualquiera de estos escenarios, la Fed podría bajar los tipos de interés más rápida o rotundamente de lo que se espera.

Por último, persisten numerosos focos de riesgo geopolítico mundiales que, de materializarse, tendrían con elevada probabilidad un efecto apreciador del dólar, que continúa siendo la moneda de reserva internacional, atrayendo flujos inversores en momentos de fuerte aversión al riesgo.

Por el lado del euro, lo primero a reseñar es que parece poco probable que el BCE vaya a variar su política monetaria ante una depreciación moderada del euro frente al dólar, teniendo en cuenta que la elasticidad de la inflación a la divisa es pequeña. Un estudio del BCE la cifraba en el 4% con datos de 2016, ya que el contenido total (ajustado por la proporción de facturación en moneda extranjera) de las importaciones de fuera de la eurozona en el consumo de los hogares de esta es también pequeño: un 9% según este mismo estudio.¹

1. Véase Ortega, E. y Osbat, C. (2020). «Exchange rate pass-through in the euro area and EU countries». ECB Occasional Papers, n.º 241, abril.

Crecimiento interanual del crédito agregado en China y del tipo de cambio euro/dólar



Nota: La financiación social en China se refiere a la suma de toda la financiación de la economía, incluidos los préstamos bancarios, los bonos del Estado, los bonos de empresas y la financiación mediante acciones.

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

En segundo lugar, la economía de la eurozona continúa muy expuesta a China, y cualquier mejoría cíclica de la economía asiática repercute positivamente en la de la eurozona y en la divisa, por cuanto que aumenta la demanda de euros. Desde 2011, el crecimiento del crédito en China (la denominada «financiación social») mantiene una correlación elevada con la apreciación del euro frente al dólar. En este sentido, la reciente evolución del crédito en China sugiere tanto una mayor depreciación del euro frente al dólar en los próximos meses como, una vez lleguen a la economía las recientes medidas de estímulo público chinas, una apreciación hacia finales de 2025.

David del Val

Tipos de interés (%)

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Eurozona					
Refi BCE	3,40	3,40	0	-110,0	-110,0
Euríbor 3 meses	2,93	3,06	-13	-97,5	-102,8
Euríbor 12 meses	2,46	2,55	-9	-105,2	-133,3
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,25	2,47	-22	-101,6	-109,8
Deuda pública a 2 años (Alemania)	1,95	2,28	-33	-45,3	-74,4
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,09	2,39	-30	6,4	-26,6
Deuda pública a 10 años (España)	2,79	3,10	-30	-20,1	-57,5
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,54	2,80	-26	-11,7	-49,4
EE. UU.					
Fed funds (límite superior)	4,75	5,00	-25	-75,0	-75,0
SOFR 3 meses	4,47	4,56	-9	-86,5	-89,7
Deuda pública a 1 año	4,28	4,27	1	-48,3	-80,1
Deuda pública a 2 años	4,15	4,17	-2	-9,9	-48,4
Deuda pública a 10 años	4,17	4,28	-12	28,9	-8,4

Spreads de deuda corporativa (p. b.)

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	56	59	-3	-2,6	-10,8
Itraxx Financiero Sénior	63	65	-3	-4,5	-13,9
Itraxx Financiero Subordinado	111	116	-5	-11,7	-28,1

Tipos de cambio

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,058	1,088	-2,8	-4,2	-2,4
EUR/JPY (yenes por euro)	158,410	165,480	-4,3	1,7	-0,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,831	0,844	-1,6	-4,2	-3,2
USD/JPY (yenes por dólar)	149,770	152,030	-1,5	6,2	1,7

Materias primas

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	535,7	534,4	0,2	5,0	1,8
Brent (\$/barril)	72,9	73,2	-0,3	-5,3	-6,5
Oro (\$/onza)	2.643,2	2.744,0	-3,7	28,1	30,2

Renta variable

	30-noviembre	31-octubre	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	6.032,4	5.705,5	5,7	26,5	32,0
Eurostoxx 50 (eurozona)	4.804,4	4.827,6	-0,5	6,3	8,8
Ibex 35 (España)	11.641,3	11.672,6	-0,3	15,2	14,4
PSI 20 (Portugal)	6.418,3	6.532,8	-1,8	0,3	-2,3
Nikkei 225 (Japón)	38.208,0	39.081,3	-2,2	14,2	15,0
MSCI emergentes	1.078,6	1.119,5	-3,7	5,4	10,0

La economía de EE. UU., la clara vencedora de 2024

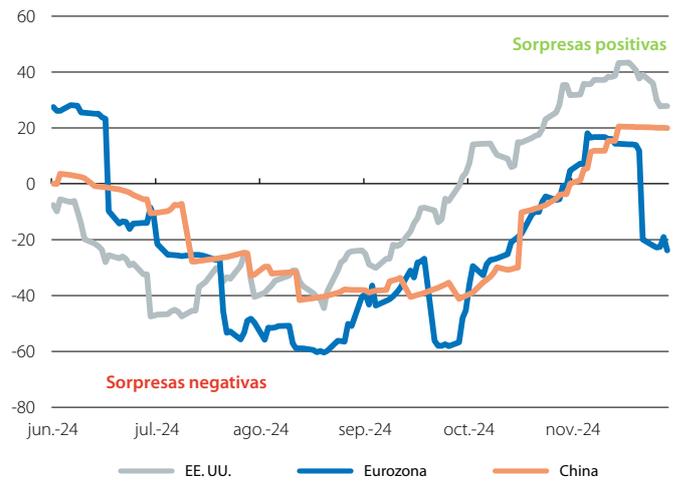
Un final de año de continuidad de los datos económicos. Los últimos indicadores económicos disponibles apuntan a que en el cierre de 2024 se mantienen las tendencias observadas durante buena parte del año: dinamismo y resiliencia de EE. UU., debilidad en la eurozona por la delicada situación que atraviesan Alemania y Francia y falta de impulso en la economía china ante la ausencia de estímulos económicos de calado.

EE. UU. cerrará 2024 con un crecimiento todavía dinámico. La economía de EE. UU. empieza a moderarse, si bien sigue avanzando a buen ritmo gracias al vigor que mantiene su consumo privado en un contexto de normalización gradual del mercado de trabajo. De hecho, tanto el consumo de las familias como su renta disponible, en términos reales, superan en octubre en un 0,5% su media del 3T, a la vez que la tasa de ahorro sube 0,4 p. p., hasta el 4,4%, «reforzando» el colchón de las familias de cara al cierre de año. Además, el ISM de servicios subió en octubre por cuarto mes consecutivo y alcanzó un máximo en más de dos años (56 puntos vs. umbral de 50, que separa el crecimiento de la contracción). Menos favorable es la evolución de la industria: en octubre, la producción industrial cayó (-0,3% intermensual vs. -0,5% anterior), así como los pedidos de bienes de capital, excluidos defensa y aviones (-0,2% vs. 0,3%), mientras que tanto el ISM como el PMI para el sector manufacturero se consolidan en valores inferiores a 50, compatibles con nuevas caídas de la actividad en el sector. Con todo, el balance para el conjunto de la economía es claramente positivo y los *trackers* apuntan a un avance del PIB del 0,5%-0,7% intertrimestral en el 4T (0,7% en los dos trimestres previos). En este contexto, en octubre la inflación general repuntó 0,2 p. p., hasta el 2,6%, con una núcleo estable en el 3,3%, lo que ha contribuido al ajuste en las expectativas del mercado sobre los futuros movimientos de la Fed (véase la [coyuntura de Mercados financieros](#)).

La agenda económica de Trump, posiblemente inflacionista a medio plazo. Las perspectivas de crecimiento para 2025 también son bastante optimistas, si bien hay interrogantes sobre la ejecución de la agenda económica de la nueva Administración. Trump cuenta con mayoría republicana tanto en el Senado como en la Cámara de Representantes y, si bien eso tampoco garantiza una aprobación completa de su programa, se han empezado a generar expectativas de un impulso al crecimiento a corto plazo de la mano de recortes de impuestos. No obstante, en la medida que se implementen los aranceles anunciados y se impongan mayores límites a la inmigración, el crecimiento podría resentirse a medio plazo. Menos dudas hay acerca del carácter inflacionista de estas medidas, y desde septiembre las expectativas de inflación a dos años han rebotado en más de 50 p. b. (según los mercados de *swaps* de inflación).

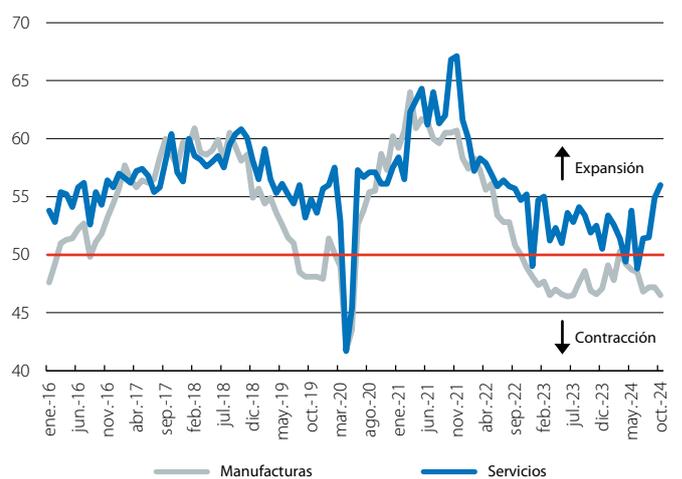
La eurozona arrastra la debilidad de Alemania y la apatía de Francia. Según los últimos datos, la eurozona afronta un cierre de año con creciente debilidad: los principales indicadores de clima y opinión empresarial prolongan su deterioro y se consolidan en referencias compatibles con caídas de la actividad (el PMI compuesto cayó en noviembre al 48,1, mínimo en 10 meses). Esta falta de impulso se explica por la delicada situación que atraviesan las dos grandes economías de la región. De un lado,

Índice de sorpresas económicas (Desviación respecto a lo esperado)



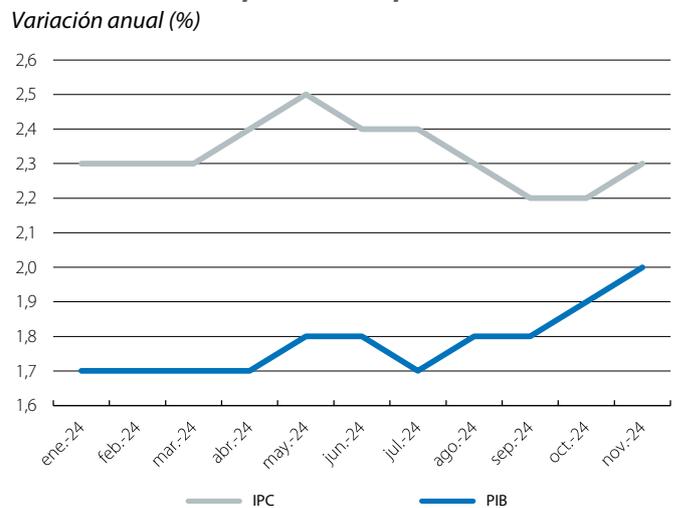
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Citigroup.

EE. UU.: ISM Índice



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Institute for Supply Management.

EE. UU.: evolución previsiones para 2025 *



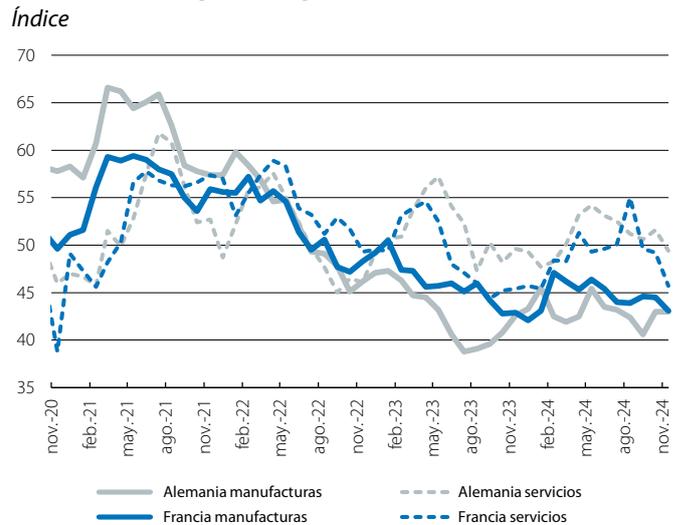
Nota: * Media del consenso de analistas consultados por Reuters. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Reuters.

Alemania, estancada en medio de dificultades estructurales (el PIB del 3T apenas es un 0,2% mayor que antes de la COVID), lastrada por el sector industrial (los pedidos industriales se sitúan en septiembre en niveles casi un 12% inferiores a su tendencia) y un sector servicios sin el empuje necesario para tomar el testigo, y con unos últimos datos que no permiten descartar una nueva caída del PIB al cierre del año. Por otro, Francia, que una vez pasado el empuje de los juegos olímpicos de París (PIB +0,4% intertrimestral en el 3T), también afronta un final de año con un claro enfriamiento del crecimiento (en octubre, el consumo de las familias cayó un 0,4% mensual y el PMI compuesto cayó por debajo de 45 en noviembre). A esta debilidad económica se suma una mayor incertidumbre política: Alemania se encamina a elecciones anticipadas el 23 de febrero y en Francia, el presidente Macron se quedó sin gobierno, tras perder esta una moción de confianza, que también dejaba sin aprobar los presupuestos para 2025. También la economía italiana ha empezado a perder empuje: el PIB se estancó en el 3T y el PMI compuesto de noviembre fue inferior a 50. Con todo, el enfriamiento de la actividad da confianza en la lucha contra la inflación. En noviembre, la inflación general de la eurozona fue del 2,3% (con cierto rebote, ya esperado, por efectos base de la energía), mientras que la núcleo se mantuvo en el 2,7% y los indicadores a tiempo más real (*momentums*) apuntaron a inflaciones algo inferiores al 2%.

Vientos de cara para la eurozona. En primer lugar, ya desde 2025 deben comenzar los procesos de consolidación fiscal en buena parte de las economías, tras años de políticas fiscales muy expansivas para compensar el impacto de la COVID y de la guerra en Ucrania. Entre otros, Italia y Francia tienen abiertos procedimientos por déficit excesivo, lo que les obliga a llevar a cabo medidas restrictivas y cumplir con un calendario de objetivos. En segundo lugar, un aumento de aranceles por parte de EE. UU. pesaría sobre la actividad de la eurozona, una economía abierta que se apoya en su sector exterior, y con Alemania e Italia como las más expuestas (véase el Focus «Exposición de la economía europea a un aumento de aranceles en EE. UU.» en este mismo informe). En positivo, las bajadas de tipos previstas para el BCE se traducirán en un menor viento de cara por parte de la política monetaria.

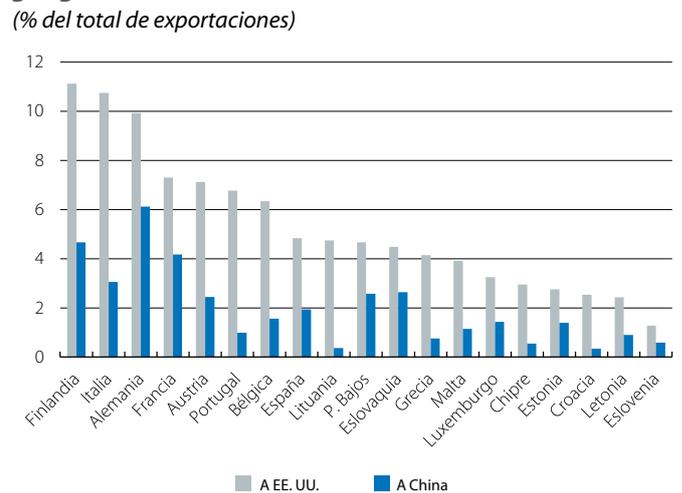
China, el principal objetivo de las políticas arancelarias de Trump. La economía china sigue sin remontar en el 4T a pesar de los esfuerzos del Gobierno por estimular el consumo y la inversión. Así, y en términos interanuales, en octubre la producción industrial creció un 5,3% y las ventas minoristas un 3,2%, valores muy por debajo de su media prepandemia para ese mes. Además, la situación de su sector residencial sigue siendo bastante delicada, como señala un índice de confianza del sector en octubre cerca de mínimos. Si bien es probable que China quede suficientemente cerca del objetivo del 5,0% de crecimiento del PIB para 2024, las perspectivas para 2025 son más inciertas. Por un lado, por los riesgos que emergen de la política arancelaria de EE. UU. (China es uno de los principales objetivos, con amenazas de aranceles del 60% ya precedidas de un anuncio de que el 20 de enero, día de la toma de posesión de Trump, se aprobará por vía ejecutiva un arancel adicional del 10%). Por otro lado, la economía arrastra dificultades estructurales, relacionadas con la crisis inmobiliaria y la flaqueza de los indicadores de confianza de los hogares, factores que se traducen en una débil demanda interna y una «desinflación» generalizada: la inflación general es prácticamente nula (0,3% en octubre) y los precios de producción caen desde hace dos años (-2,9% interanual en octubre).

Eurozona: PMI por componentes



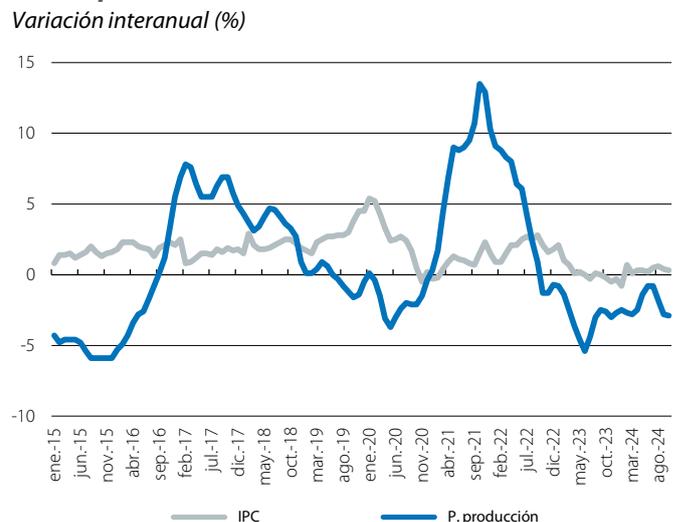
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

Eurozona: exportaciones de bienes por destino geográfico



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

China: precios



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

Exposición de la economía china a un aumento de aranceles en EE. UU.

Tras años de tensiones comerciales entre el mayor exportador y el mayor importador del mundo, China y EE. UU., respectivamente, los vínculos directos entre ambas economías han ido decreciendo. Si en 2018 el 21% de las importaciones de EE. UU. venía de China, en 2023 esta cifra llegó al 14%.¹ Por otro lado, si las exportaciones a EE. UU. representaban el 3,5% del PIB chino en 2018, en 2023 representaban el 2,9%, un descenso significativo en un periodo de tiempo relativamente corto.²

Exposición y sensibilidad a aranceles

Como «fábrica del mundo», China desempeña un papel esencial en las cadenas de valor asiáticas y globales. Para

cuantificar este papel y conocer la exposición a una escalada proteccionista, debemos ir más allá de las cifras agregadas de comercio exterior y utilizar como medida de exposición la proporción del valor añadido (VAB) originado en China vinculado a la demanda final de EE. UU. Alrededor de un 3% del VAB originado en China tiene a EE. UU. como destino final,³ una cifra que incluye las reexportaciones de bienes intermedios producidos en China, incorporados en la producción de un bien o servicio a lo largo de las cadenas de valor globales y luego reexportados a EE. UU. Esta cifra incluye también todos los servicios exportados a EE. UU., sea por vía directa o indirecta, vinculados a bienes con destino final en EE. UU.

China: exposición a EE. UU.

(% del total del VAB en cada sector vinculado a la demanda final de EE. UU.)

	1995-2000	2002-2007	2010-2015	2016-2019	2020
TOTAL	4,3	6,8	3,9	3,3	3,0
Agricultura	2,6	4,1	3,2	2,6	2,2
Minería	5,1	7,6	4,0	3,6	3,3
Manufacturas	6,9	10,9	6,4	5,8	5,4
Alimentación	2,0	3,2	2,4	1,9	1,7
Textil y vestidos	16,1	21,2	13,0	11,0	9,6
Madera y papel	5,9	10,6	6,3	5,7	4,9
Coque y ref. de petróleo	4,9	8,1	4,3	3,9	3,5
Química	7,9	11,1	6,5	6,1	5,8
Farmacéutica	3,7	4,1	2,4	1,9	2,0
Gomas y plásticos	7,9	13,6	8,5	8,1	8,2
Otros minerales no metal.	3,0	6,6	2,5	2,4	2,1
Metales	6,0	9,4	4,9	4,6	4,2
Computadores y electrónica	10,0	19,9	14,3	12,2	11,3
Productos eléctricos	5,9	10,8	5,9	7,1	7,1
Maquinaria	4,0	6,3	3,9	4,6	3,9
Vehículos de motor y remolques	3,7	6,9	3,1	3,3	2,8
Otro equipo de transporte	6,1	7,3	2,7	2,9	2,5
Otras manufacturas	24,1	35,5	17,0	13,4	12,3
Utilities	3,7	5,9	3,2	2,7	2,4
Construcción	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0
Servicios	4,5	6,5	3,8	3,1	2,8
Servicios comerciales	6,3	10,2	6,0	5,4	4,8
Logística	6,0	8,1	4,5	4,0	3,7
Hostelería	3,6	4,2	2,6	1,9	1,5
Información y comunicación	3,5	4,7	1,8	1,7	1,6
Financiero	4,1	5,9	3,6	2,7	2,2
Inmobiliario	1,5	1,4	1,1	1,0	0,9
Otros servicios	3,5	5,8	3,7	2,9	2,6

Nota: Los datos se refieren al promedio de los años 1995-2000 (antes de la entrada de China en la OMC, en 2001), 2002-2007 (después de la entrada de China en la OMC, precrisis), 2010-2015 (preescalada de tensiones comerciales) y 2016-2019 (prepandemia). El último dato disponible es para 2020. Se utilizan los datos de la más reciente actualización de la base de datos OCDE TIVA, de 2023. El coloreado de la tabla refleja el grado de exposición de China a la demanda final de EE. UU., en distintos sectores y periodos. Colores más fríos indican una menor exposición, mientras que colores más cálidos indican una mayor exposición.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (TIVA – Trade in Value Added).

1. En el mismo periodo, la cuota de exportaciones hacia EE. UU. en el total de exportaciones de China ha disminuido 5 p. p., del 19% al 14%.
2. Esta cifra se basa en las exportaciones a EE. UU. reportadas por China. Si utilizáramos alternativamente las importaciones desde China reportadas por EE. UU., el peso de estos flujos habría bajado del 3,9% al 2,4% del PIB de China, en el mismo periodo.
3. Para 2019 y 2020, últimos años disponibles. El promedio de 2016-2019 se sitúa en el 3,3%, mientras que al inicio de la década se acercaba al 4%.

China: cuotas de exportación por país (% del total)

	2010-2015	2015	2018	2019	2023	2019 vs. 2015	2023 vs. 2019
→ EE. UU.	17,3	18,1	19,2	16,7	14,8		
→ UE	14,4	13,1	14,2	14,6	14,7		
→ Alemania	3,4	3,0	3,1	3,2	3,0		
→ España	1,0	1,0	1,0	1,1	1,2		
→ Francia	1,4	1,2	1,2	1,3	1,2		
→ Italia	1,4	1,2	1,3	1,3	1,3		
→ Japón	6,9	6,0	5,9	5,7	4,6		
→ México	1,3	1,5	1,8	1,9	2,4		
→ Brasil	1,5	1,2	1,4	1,4	1,7		
→ Rusia	2,0	1,5	1,9	2,0	3,3		
→ India	2,4	2,6	3,1	3,0	3,5		
→ ASEAN	10,6	12,3	12,9	14,4	15,7		
→ Vietnam	2,1	2,9	3,4	3,9	4,1		
→ Malasia	1,8	1,9	1,8	2,1	2,6		
→ Singapur	2,1	2,3	2,0	2,2	2,3		
→ Tailandia	1,5	1,7	1,7	1,8	2,2		
→ África	3,8	4,8	4,2	4,5	5,1		
→ Países exp. petróleo	8,1	7,9	7,0	7,6	9,7		
→ Economías avanzadas	67,5	66,2	65,1	62,6	56,3		
→ Economías emergentes	32,3	33,8	34,8	37,2	43,6		

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI, vía Bloomberg.

Por sectores, del lado de los bienes destaca la exposición agregada del sector manufacturero: de entre un 5% y un 6% del valor añadido del sector de manufacturas chino tiene a EE. UU. como destino final. Una cifra inferior a la exposición del sector manufacturero de la UE a EE. UU. (con un 7%), pero con mayores repercusiones para el conjunto de la economía china, dado que el sector manufacturero representa un 30% del valor añadido total en China, frente a un 17% en la UE. Dentro del sector manufacturero, destacan los fuertes vínculos en la electrónica, el textil, las gomas y plásticos, los productos eléctricos y la química, sectores donde China cuenta con un grado de especialización avanzado y que representan alrededor de un tercio del valor añadido en el sector de manufacturas. Entre los servicios, la exposición es también significativa (alrededor de un 3% del valor añadido del sector está vinculado a la demanda de EE. UU.) y está especialmente concentrada en servicios «vinculados» a la exportación de bienes, como los servicios comerciales y la logística.

Partiendo de estas cifras de exposición comercial, si suponemos que la introducción de un arancel del 60% sobre las importaciones estadounidenses desde China (frente a un arancel promedio actual cercano al 15%) produciría una caída de un tercio de la demanda final de productos chinos por parte de EE. UU.,⁴ el impacto en el PIB de China

4. Esto implicaría una elasticidad-precio cercana al 0,7 de las exportaciones de China a EE. UU., en línea con evidencia reciente (Devarajan, S., Go, D., Robinson, S. [2023], «Trade Elasticities in Aggregate Models - Estimates for 191 Countries», Policy Research Working Paper 10490, World Bank Group).

se acercaría al 1%. Con todo, es probable que estas cifras sobreestimen el impacto de la imposición de un arancel unilateral por parte de EE. UU. La primera razón es que, *a priori*, los aranceles se impondrían sobre bienes y, en cambio, las cifras de exposición anteriores incluyen todas las exportaciones (directas o indirectas) del sector de servicios. Si consideramos solo el efecto en las exportaciones (directas o indirectas) de bienes, y el efecto arrastre sobre el sector de servicios, se puede obtener una aproximación más precisa de la exposición agregada de China a la demanda de EE. UU. utilizando el valor añadido originado en China incorporado en las importaciones de bienes de EE. UU. (desde cualquier país). Para 2019, esta cifra es del 2,6%. Utilizando esta medida, el impacto agregado en términos de PIB se reduciría entre 1 y 2 décimas (al 0,8%-0,9% del PIB).⁵

En un escenario de introducción de aranceles diferenciales por parte de EE. UU. (los anuncios durante la campaña presidencial apuntan a la imposición de un arancel uni-

5. Los aranceles pueden cubrir solo las exportaciones directas de bienes o pueden incluir las denominadas «reglas de origen», lo que afectaría también a las exportaciones indirectas, una opción más compleja desde el punto de vista técnico y de difícil gestión administrativa. Las medidas de exposición comercial utilizadas en este Focus incluyen ambas, al incorporar los bienes y servicios intermedios producidos en China e incorporados a exportaciones de bienes de terceros países hacia EE. UU., lo que, aunque pueda sobreestimar el impacto agregado de un arancel que solo se aplicara a exportaciones directas, tiene el beneficio de considerar el efecto arrastre que se produciría sobre los demás flujos comerciales. Además, en un contexto de incertidumbre sobre las políticas comerciales y de introducción de un arancel universal sobre importaciones de bienes de EE. UU., que produciría un impacto adicional en China por una reducción de la demanda global, se puede considerar una aproximación razonable.

versal del 10% y de un arancel bilateral del 60% sobre China), es probable que se produzca una redirección de las exportaciones de China, sea por una estrategia de empresas con producción en China para «esquivar» los aranceles y lograr mantener los flujos de exportación hacia EE. UU. (lo que representaría una desviación artificial de comercio o *rerouting*) o por desviaciones efectivas de flujos, que llevarían a mayores exportaciones de bienes finales e intermedios hacia otros países, implicando un desacople (o *decoupling*) entre las dos mayores economías del mundo.⁶

En este sentido, hay que remarcar que en los últimos años se ha producido una rápida transformación en los destinos de las exportaciones de China. Si en 2015 un 66% de las exportaciones de China se producían hacia economías avanzadas, esta cifra se había reducido 10 p. p. en 2023. Así, en 2023, un 44% de las exportaciones de China llegaba a economías emergentes. Destacan el aumento del peso de los países de Asia emergente (más 4 p. p. entre 2015 y 2023), principalmente en una primera fase de escalada de tensiones comerciales, entre 2015 y 2019, y el aumento del peso de exportaciones hacia México, India, Rusia y países exportadores de petróleo, desde 2019, en un periodo en el que se añadieron tensiones geopolíticas a las tensiones comerciales existentes. Destaca también la estabilidad de los flujos de comercio entre China y la UE, al tiempo que las cuotas de exportación de bienes hacia EE. UU. y Japón se reducían rápidamente.

Riesgos proteccionistas en un mundo fragmentado

En un entorno de mayor fragmentación comercial entre China y EE. UU., y de un aumento significativo del peso de economías emergentes como destino de las exportaciones de bienes de China –hacia países como Vietnam o México, que podrían considerarse conectores, pero también hacia grandes economías del Sur Global, que ofrecen amplios mercados alternativos a los bienes y servicios producidos en China–, cabe esperar una China más preparada, con rutas de comercio alternativas mejor establecidas y capaz de mitigar el impacto de un aumento de aranceles estadounidenses. Al mismo tiempo, el margen para desviaciones adicionales de flujos de comercio puede ser más limitado, mientras que los denominados países conectores podrían verse en el punto de mira de una escalada pro-

teccionista, a la vez potenciales ganadores pero también en situación de mayor vulnerabilidad.

Aunque el impacto directo de un aumento de aranceles de EE. UU. en China pueda ser limitado, quizás el mayor riesgo se encuentre en los efectos indirectos de una escalada proteccionista. Si «arancel» aparenta ser la palabra preferida del nuevo presidente electo de EE. UU., una vieja regla del comercio internacional es que no hay arancel sin respuesta. El impacto final en (la destrucción de) valor añadido dependerá en gran medida de los canales diplomáticos que eviten estos escenarios.

Luís Pinheiro de Matos

6. Para más detalles sobre la evolución reciente en los flujos de comercio entre China, EE. UU. y la UE, véanse los Focus «¿Hay evidencia «temprana» de de-risking?» (partes I y II), en el IM01/2024. Además, la imposición de un arancel del 60% a las importaciones de bienes de China llevaría a una depreciación del yuan, que podría absorber parcialmente el encarecimiento de los bienes provocados por el arancel impuesto por EE. UU. También es posible que sean los productores estadounidenses los que absorban parte del incremento de costes de importación. Por otro lado, es relevante el impacto neto sobre el tipo de cambio efectivo, que, en caso de dar una mayor competitividad-precio a las exportaciones de China, podría incluso reforzar los flujos de exportaciones chinas hacia otros países.

Exposición de la economía europea a un aumento de aranceles en EE. UU.

Una de las grandes propuestas de Donald Trump en la campaña que le ha llevado a la presidencia de EE. UU. ha sido la imposición de un arancel universal de entre el 10% y el 20% a las importaciones de bienes. ¿Cómo podría afectar a Europa?

Las exportaciones de la UE a EE. UU. han crecido de forma significativa en los últimos 15 años y han pasado de representar un 15% del total de exportaciones europeas al resto del mundo en 2010 a superar el 20% en 2023 (véase el primer gráfico).¹ Esta evolución, junto a un mayor dinamismo del comercio exterior respecto al conjunto de la economía, ha llevado el peso de las exportaciones a EE. UU. a valores cercanos al 5% del PIB de la UE desde valores iniciales por debajo del 3%. Las exportaciones de bienes, ámbito en el que se centrarían las medidas proteccionistas de la nueva Administración en EE. UU., suponen algo más de un 60% de las ventas al mercado estadounidense. Por su parte, las exportaciones de servicios han ido ganando peso progresivamente en los últimos 15 años y su exposición a EE. UU. es más elevada, cerca de un 22% comparado con algo menos del 20% para los bienes.

Irlanda, el país más dependiente de la UE; Alemania e Italia, entre las principales economías

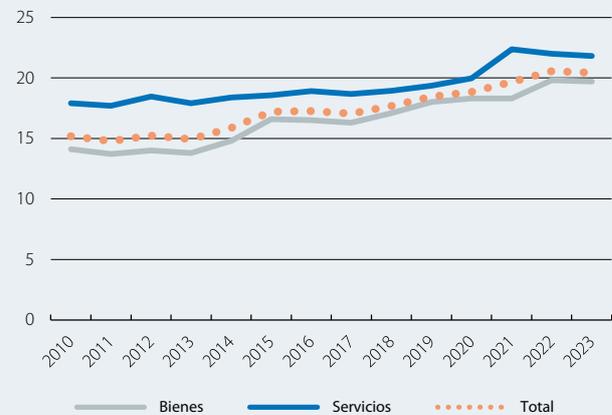
Dentro de la UE, el peso de EE. UU. en el total de exportaciones es muy heterogéneo por países (incluidas en este caso también las realizadas a otros Estados miembros). Así, Irlanda es la que presenta con diferencia el mayor porcentaje en sus exportaciones de bienes, superando el 25%, mientras que la cuota del mercado estadounidense es reducida en general para los países del Este, cuyas cadenas de valor están más integradas dentro del mercado único. Entre las grandes economías, Italia y Alemania muestran valores en torno al 10%, por encima del 7% en Francia y menos del 5% en España. Las diferencias, aunque menores, también se observan en las exportaciones de servicios, que, más allá de los ingresos por turismo internacional, incluyen mayoritariamente servicios empresariales que podrían potencialmente ser objeto también de medidas proteccionistas en el futuro. En este caso, Chipre, Alemania y Finlandia presentan los porcentajes más elevados, por encima del 15%, mientras que España nuevamente es la que muestra un valor más bajo entre las principales economías con un 8%.

El peso de EE. UU. en el total de exportaciones y el grado de apertura comercial de la economía determinan lo que

1. En el texto, al referirnos a la UE se consideran exclusivamente las exportaciones al resto del mundo, mientras que cuando hablamos de países miembros también se incluye el comercio intra-UE.

Exportaciones de la UE a EE. UU.

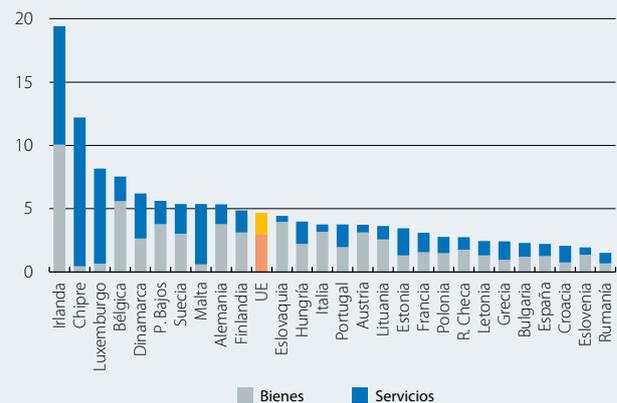
(% del total)



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

Exportaciones a EE. UU. por países de la UE

(% del PIB, 2023)



Nota: Datos de 2022 para las exportaciones de servicios de España y Luxemburgo. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

supone el mercado estadounidense en términos de PIB dentro de cada país (véase el segundo gráfico). Así, observamos que Irlanda presenta un grado de dependencia muy elevado si consideramos conjuntamente sus exportaciones de bienes y servicios, cerca de un 20% del PIB. A continuación, por encima también del promedio de la UE, destacan tres economías pequeñas con alta dependencia derivada de la provisión de servicios internacionales (Chipre, Luxemburgo y Malta), así como Bélgica, Países Bajos y Eslovaquia en las exportaciones de bienes. Alemania confirma una mayor exposición a EE. UU. entre las principales economías, por encima del 5% del PIB, seguida de Italia (cerca del 4%), Francia (3%) y España (algo más de un 2%).

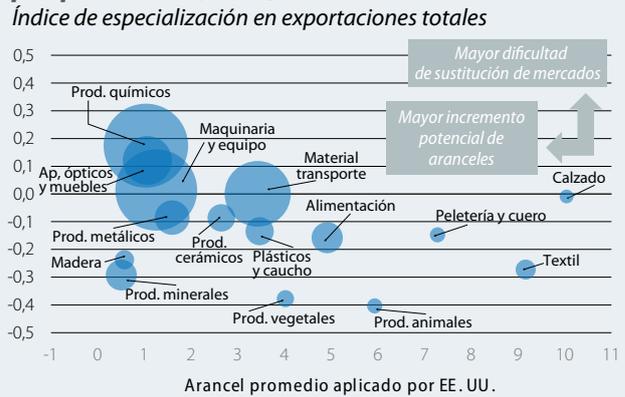
Industria química, maquinaria y equipamiento, las más afectadas por los aranceles

El establecimiento de un arancel general a las importaciones de bienes desde EE. UU. de entre un 10% y un 20% supondría un significativo incremento desde los bajos niveles actuales, un 2% en promedio, considerando la estructura de exportaciones de la UE al mercado estadounidense.² Por productos (véase el tercer gráfico), la industria química presentaría *a priori* un mayor grado de vulnerabilidad, ya que combina un arancel inicial en torno al 1% y un alto grado de especialización, con un mayor peso en las ventas a EE. UU. que en el conjunto de exportaciones al resto del mundo (un 26% frente al 19% en 2023, respectivamente).³ Sin embargo, el efecto final dependerá de la elasticidad de demanda de los importadores estadounidenses al aumento de aranceles, así como de la capacidad de las empresas exportadoras europeas de vender sus productos en EE. UU. a través de inversión directa o de sustituir este destino por otros mercados internacionales. Una situación similar, aunque con un peso menor en el agregado (cerca del 10%), presenta el grupo que incluye aparatos ópticos y muebles. Las otras dos grandes partidas de productos, maquinaria y equipo, y material de transporte, que suman un 40% del total de exportaciones a EE. UU., también parten de bajos aranceles, si bien podrían tener menos dificultades para encontrar mercados alternativos.

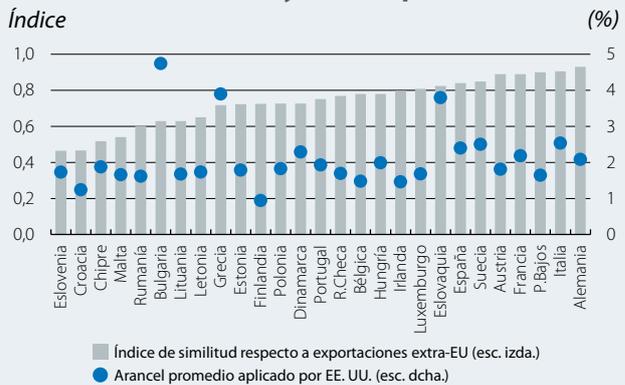
Por países, salvo casos puntuales y de forma moderada, el arancel promedio de partida es reducido para todos los Estados miembros (véase el cuarto gráfico), si bien estos presentan un grado de especialización heterogéneo.⁴ Así, un buen número de países del Este exportan productos al mercado estadounidense de diferente naturaleza respecto a los que venden en otros destinos fuera de la UE, indicativo *a priori* de una mayor dificultad para desviar las ventas a otros mercados internacionales, si bien la relevancia de las exportaciones de estos países a EE. UU. es reducida, como se señaló anteriormente. En contraste, las grandes economías, con Alemania e Italia a la cabeza, se encuentran entre las que presentan una mayor similitud de estructuras exportadoras, sugiriendo que la dificultad de sustitución de exportaciones para el conjunto de la UE

2. Para este cálculo se combinan datos a dos dígitos de la clasificación HS de aranceles aplicados por EE. UU. para la nación más favorecida disponibles en la Organización Mundial del Comercio y datos de exportación de bienes de Eurostat.
 3. El grado de especialización de un producto se mide a través de un índice simétrico (entre -1 y 1), que utiliza como base el indicador clásico de ventaja comparativa revelada equivalente a dividir la cuota de exportación a un destino respecto a la cuota en el total de exportaciones.
 4. El grado de especialización de un país se mide a través de un índice simétrico de similitud (entre 0 y 1) de la estructura por productos entre las exportaciones a EE. UU. y el total de exportaciones fuera de la UE. El índice es el resultado de sumar las diferencias en términos absolutos de las cuotas de exportación para cada producto.
 5. Véase OCDE, [Trade in value-added](#).

Exportaciones de bienes de la UE a EE. UU. por productos (2023)



Exportaciones de bienes a EE. UU. por países de la UE: índice de similitud y arancel promedio (2023)



quedaría limitado a la industria química y algunos productos concretos de maquinaria y equipo.

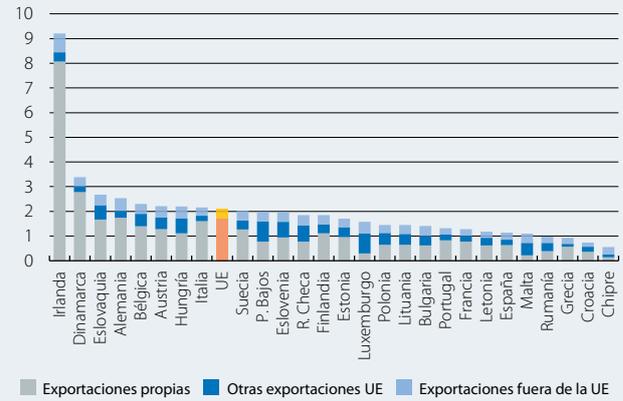
Las ramas de servicios también recibirán el impacto indirecto de los aranceles

El incremento de los aranceles sobre el comercio de bienes impacta directamente en la competitividad de las empresas exportadoras, pero sus efectos se dejan sentir también de manera indirecta en el conjunto de la economía. De esta forma, el sector primario, la industria extractiva y las empresas manufactureras europeas que venden sus productos en EE. UU. ejercen un efecto arrastre significativo sobre el tejido productivo doméstico y de otros Estados miembros a través de la compra de bienes y servicios intermedios. Así, por ejemplo, según datos de la OCDE,⁵ en otros Estados miembros de la UE se genera en torno a un 10%-15% del valor añadido de las exportaciones de países europeos, mientras que alrededor de un

tercio del valor añadido en las exportaciones de bienes se corresponde con ramas de servicios, principalmente comercio, transporte y actividades profesionales. De la misma forma, exportadores de bienes a EE. UU. en terceros países incorporan productos intermedios de la UE (bienes y servicios), equivalentes a un 20% del valor añadido en la UE por las exportaciones mundiales de bienes al mercado estadounidense (véase el quinto gráfico). Todo ello configura un panorama de exposición a los posibles aranceles de la nueva Administración en EE. UU. algo más complejo del mostrado anteriormente con las cifras brutas de exportaciones y que necesitará un análisis más detallado para evaluar los riesgos sobre la economía europea.

David Martínez

Valor añadido en importaciones de bienes de EE. UU. por países de la UE y área exportadora (% del PIB, 2019)



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

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Actividad									
PIB real	2,5	2,9	3,2	2,9	3,0	2,7	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	8,6	5,3	5,0	2,9	3,4	3,5	3,9	3,8	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	105,4	102,7	106,3	98,9	102,2	99,2	109,6	111,7
Producción industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,5	0,0	–0,4	–0,7	–0,3	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,9	49,1	48,8	47,1	47,2	46,5	48,4
Viviendas iniciadas (miles)	1.552	1.421	1.481	1.407	1.340	1.331	1.353	1.311	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	307	312	322	325	329	332	333	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,7	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	...
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,0	60,3	60,3	60,2	60,1	60,1	60,2	60,0	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–3,0	...	...
Precios									
Inflación general	8,0	4,1	3,2	3,2	3,2	2,6	2,4	2,6	...
Inflación núcleo	6,2	4,8	4,0	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	...

JAPÓN

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Actividad									
PIB real	1,2	1,7	0,9	–0,8	–1,1	0,3	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	32,2	35,2	36,5	38,9	37,0	36,8	36,9	36,2	36,4
Producción industrial	0,0	–1,4	–0,9	–4,3	–2,9	–1,8	–1,8	–0,1	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	13,0	11,0	13,0	13,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,4	2,5	...
Balanza comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–1,9	–1,2	–1,0	–1,0	–1,0	–1,0	...
Precios									
Inflación general	2,5	3,3	2,9	2,5	2,7	2,8	2,5	2,2	...
Inflación subyacente	1,1	3,9	3,9	3,2	2,2	2,0	2,0	2,2	...

CHINA

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Actividad									
PIB real	3,0	5,2	5,2	5,3	4,7	4,6	–	–	–
Ventas al por menor	–0,8	7,8	8,3	4,7	2,6	2,7	3,2	4,8	...
Producción industrial	3,4	4,6	6,0	5,8	5,9	5,0	5,4	5,3	...
PMI manufacturas (oficial)	49,1	49,9	49,3	49,7	49,8	49,4	49,8	50,1	50,3
Sector exterior									
Balanza comercial ^{1,2}	899	865	865	841	864	895	895	935	...
Exportaciones	7,1	–5,1	–3,3	–1,7	4,4	5,4	0,3	12,5	...
Importaciones	0,7	–5,5	0,9	1,6	2,5	2,4	0,2	–2,3	...
Precios									
Inflación general	2,0	0,2	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,3	...
Tipo de interés de referencia ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,1	3,1
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1	7,2

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

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

EUROZONA

Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Ventas al por menor (variación interanual)	1,4	-1,9	-0,7	-0,2	0,1	1,8	2,9	...	...
Producción industrial (variación interanual)	2,2	-2,1	-3,7	-4,8	-3,7	-1,7	-2,8	...	...
Confianza del consumidor	-21,9	-17,4	-16,7	-15,4	-14,3	-13,2	-13,0	-12,5	-13,7
Sentimiento económico	102,1	96,4	94,9	96,0	95,9	96,2	96,3	95,7	95,8
PMI manufacturas	52,1	45,0	43,9	46,4	46,3	45,5	45,0	46,0	45,2
PMI servicios	52,1	51,2	48,4	50,0	53,1	52,1	51,4	51,6	49,5
Mercado de trabajo									
Empleo (personas) (variación interanual)	2,4	1,4	1,3	1,1	0,9	0,9	-	-	-
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,8	6,6	6,5	6,5	6,4	6,3	6,3	6,3	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,0	3,1	3,3	3,4	3,4	3,4	3,4	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,3	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,6	...
Italia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,5	7,1	6,7	6,1	6,0	5,8	...
PIB real (variación interanual)	3,6	0,5	0,1	0,5	0,6	0,9	-	-	-
Alemania (variación interanual)	1,5	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-	-	-
Francia (variación interanual)	2,7	1,1	1,2	1,4	0,9	1,2	-	-	-
Italia (variación interanual)	4,9	0,8	0,3	0,3	0,7	0,4	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
General	8,4	5,5	2,7	2,6	2,5	2,2	1,7	2,0	2,3
Núcleo	3,9	5,0	3,7	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7

Sector exterior

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Saldo corriente	0,0	2,1	2,1	2,6	3,1	3,6	3,6	...	...
Alemania	4,4	5,9	5,9	6,2	6,5	6,4	6,4	...	...
Francia	-1,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	...	...
Italia	-1,7	0,0	0,0	0,5	0,9	1,0	1,0	...	...
Tipo de cambio efectivo nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,0	95,2	95,2	95,6	95,5	95,0	94,1

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Financiación del sector privado									
Crédito a sociedades no financieras ²	6,7	2,7	0,1	0,3	0,4	0,8	1,1	1,2	...
Crédito a hogares ^{2,3}	4,4	1,7	0,5	0,3	0,3	0,6	0,7	0,8	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras ⁴ (%)	1,8	4,6	5,2	5,1	5,1	4,9	4,7	...	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda ⁵ (%)	2,0	4,4	4,9	4,9	4,8	4,7	4,6	...	...
Depósitos									
Depósitos a la vista	6,3	-8,5	-10,8	-8,8	-5,5	-2,5	-1,6	0,1	...
Otros depósitos a corto plazo	4,5	21,1	21,1	18,4	14,4	10,5	9,6	7,3	...
Instrumentos negociables	3,7	20,3	19,9	20,5	19,7	21,9	21,6	20,0	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	2,7	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.

En España, la actividad mantiene el dinamismo en el 4T

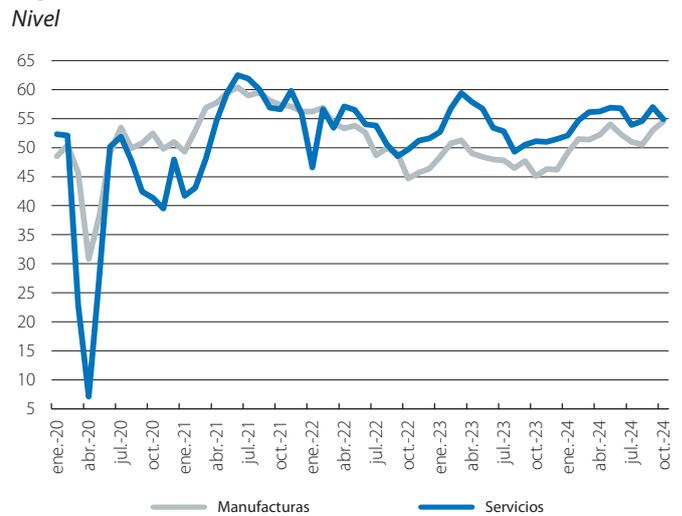
La economía enfila el cierre de 2024 manteniendo un tono robusto. Los indicadores que vamos conociendo referentes al último trimestre del año ofrecen señales positivas. El gasto doméstico repunta en un contexto de mejora de la renta real de las familias, los indicadores de sentimiento empresarial (PMI) se mantienen sólidos, el mercado laboral sigue creando empleo a ritmos elevados, el turismo prosigue pujante y el mercado de la vivienda toma cada vez más brío. La inflación, a pesar del repunte de los últimos meses, debido principalmente a los precios energéticos, se mantiene en niveles contenidos, por debajo de la media de la eurozona y mejorando, incluso, nuestras previsiones.

Dentro de los indicadores de consumo, las ventas minoristas (sin estaciones de servicio y a precios constantes) crecen en octubre un 3,4% interanual (2,5% en el 3T). A su vez, las matriculaciones de turismos avanzan un 6,8% interanual en octubre-noviembre, frente al aumento del 1,7% del trimestre anterior. Por su parte, el indicador de consumo de CaixaBank Research muestra un repunte del gasto con tarjetas españolas en octubre, hasta el 4,8% interanual, por encima del promedio del 3T, del 3,2%; los datos de noviembre apuntan a un intenso debilitamiento (hasta el día 21 se registra un aumento del 0,9% interanual), condicionados por un efecto base desfavorable (noviembre de 2023 fue un mes excepcionalmente dinámico) y, en menor medida, por el impacto de la DANA en la Comunidad Valenciana (para más información, véase el Focus «Impacto económico de las inundaciones en la provincia de Valencia» en este mismo informe). Por último, la llegada de turistas extranjeros en octubre se ha acelerado hasta una tasa interanual del 9,5%, frente a un crecimiento del 7,8% en el 3T.

Por el lado de la oferta, se observan señales mixtas: mientras la industria anota una mejora tras la debilidad de la primera parte del año, los servicios muestran cierta pérdida de dinamismo. Así, el índice PMI del sector manufacturero registró un promedio de 53,8 puntos en octubre-noviembre, claramente por encima del umbral que marca crecimiento (50) y de la cifra del 3T (51,5), mientras que el indicador análogo para el sector servicios se ha debilitado ligeramente hasta 54,0 puntos de media en lo que llevamos de trimestre, desde los 55,2 puntos del trimestre anterior; como resultado, el índice compuesto se situó en 54,2 puntos, frente a 54,4 puntos en el 3T. Por su parte, la mejora de la actividad industrial también se percibe en el repunte del índice de producción industrial, que creció un 1,9% interanual en octubre (0,6% en el 3T).

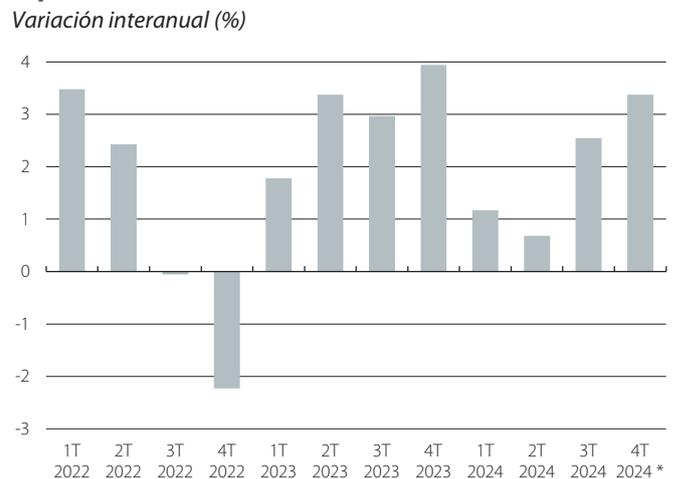
A pesar de la ligera desaceleración anotada en noviembre, el mercado laboral mantiene un buen comportamiento. Tras el fuerte avance registrado el mes anterior, la creación de empleo se ralentiza ligeramente en noviembre. Los afiliados cayeron en 30.051 personas, algo habitual en dicho mes, pero que supera las caídas anotadas en noviembre del año pasado (-11.583) y en el promedio prepandemia (-23.219 en el periodo 2014-2019). En términos desestacionalizados se sigue creando

España: PMI



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

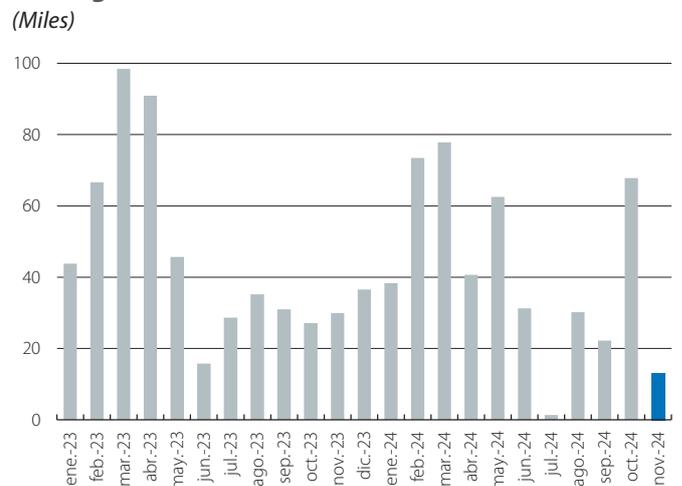
España: índice de comercio minorista



Notas: * Dato de octubre. Datos sin estaciones de servicio, en términos reales y corregidos de efectos estacionales y de calendario.

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

España: variación mensual de afiliados a la Seguridad Social



Nota: Datos desestacionalizados.

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

empleo (+13.116), de modo que el crecimiento intertrimestral de la afiliación en lo que va de 4T se eleva al 0,5% frente al 0,3% del trimestre anterior. Por su parte, el paro registrado aumenta en 16.036 personas hasta 2,586 millones, una caída inferior a la de noviembre del año pasado (-24.573), pero que contrasta con la subida habitual en un mes de noviembre (+1.506 de media en 2014-2019).

La inflación repunta debido a los componentes más volátiles. Tras el frenazo de la inflación durante el 3T, tanto en octubre como en noviembre hemos asistido a un repunte provocado por el componente energético, si bien las tendencias de fondo se mantienen a la baja. En este sentido, según el dato de avance, la inflación general se situó en el 2,4% en noviembre, 0,6 p. p. más que en octubre, impulsada por el aumento de los precios de la electricidad y los carburantes; mientras que la tasa subyacente, que excluye energía y alimentos no elaborados, se redujo 1 décima hasta el 2,4%. La inflación encara los próximos meses con buenas perspectivas, si bien las subidas del IVA de los alimentos esenciales y de la electricidad y la retirada de las bonificaciones en el transporte, efectivas a partir de enero, presionarán al alza los precios.

Prosigue el aumento del superávit por cuenta corriente. El saldo de la balanza por cuenta corriente hasta septiembre, en términos acumulados de 12 meses, arroja un superávit del 3,1% del PIB, 0,4 puntos más que en el conjunto de 2023 y el mejor registro desde 2016; esta mejora del saldo exterior viene explicada, fundamentalmente, por la energía y el turismo. Por un lado, el déficit comercial de bienes se redujo hasta el 2,1% del PIB (-2,3% en 2023), gracias a la corrección del déficit energético (-1,9% vs. -2,2%), en un contexto de prolongada caída de los precios (-4,6% en 2024 y -14,1% acumulado desde 2022), mientras que el déficit de bienes no energéticos se estabiliza en el 0,1% del PIB. Por el lado de los servicios, la balanza de los no turísticos anota un superávit del 2,2% del PIB (2,3% el pasado año), mientras que el superávit de turismo alcanza un nuevo récord, con el 4,3% del PIB (3,9% en 2023). Los datos más recientes apuntan a que 2024 puede ser otro año histórico para el sector turístico: entre enero y octubre llegaron a nuestro país casi 82,9 millones de turistas internacionales, que gastaron cerca de 111.000 millones de euros, lo que supone un crecimiento del 10,8% y el 16,8% interanual, respectivamente.

La compraventa de viviendas se dispara. La compraventa de viviendas repuntó en septiembre con fuerza (41,5% interanual) y de forma generalizada por tipo de vivienda (55% la nueva y 38% la usada). En lo que llevamos de año, se han cerrado cerca de 468.000 operaciones, lo que supone un incremento del 3% respecto al mismo periodo de 2023, lo que refleja una clara recuperación de la actividad frente a las caídas registradas a lo largo del año pasado (-10,2% de media en 2023). Esta reactivación de las transacciones, combinada con el menor dinamismo de la oferta nueva, introduce presiones al alza en los precios. De hecho, volvieron a acelerarse con fuerza en el 3T 2024, tanto el valor tasado del MIVAU (6,0% interanual vs. 5,7% anterior) como, sobre todo, el índice de precios de la vivienda del INE (8,2% vs. 7,8%).

España: IPC

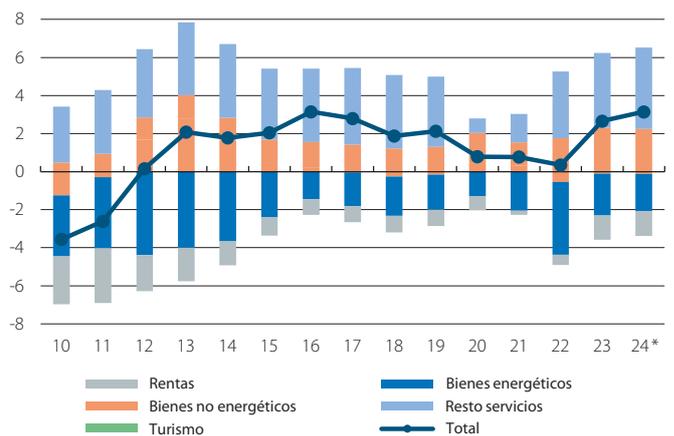
Variación interanual (%)



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

España: balanza por cuenta corriente

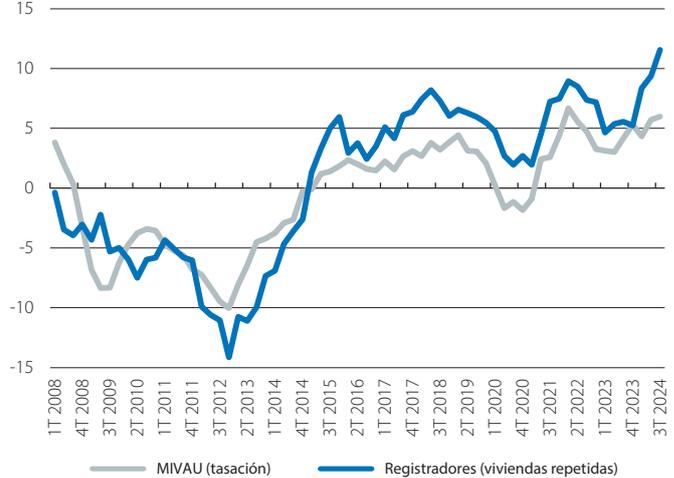
(% del PIB)



Notas: * Dato acumulado de 12 meses hasta septiembre. Datos de bienes según la clasificación CUCI. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

España: precio de la vivienda

Variación interanual (%)



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

Impacto económico de las inundaciones en la provincia de Valencia

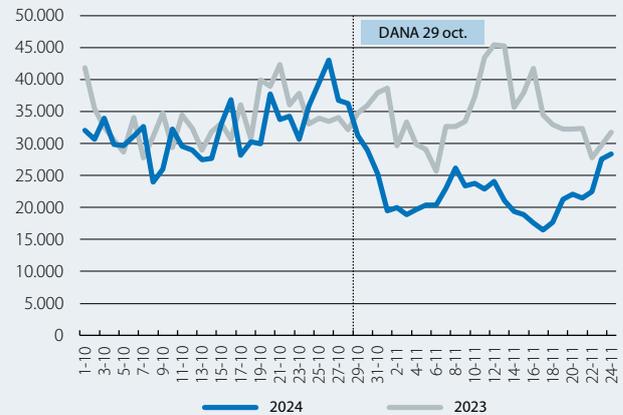
Las consecuencias económicas de las inundaciones provocadas por la DANA del 29 de octubre de 2024 en Valencia son difíciles de estimar, pero la información disponible nos permite hacer una primera aproximación de su impacto sobre la actividad económica. Como veremos en más detalle a continuación, prevemos que el impacto en el crecimiento del PIB será negativo en el 4T de este año, pero no creemos que ponga en riesgo nuestra previsión del 2,8% para el conjunto de España en 2024. De cara a 2025, los trabajos de rehabilitación y reconstrucción y las compras de bienes duraderos (mobiliario, electrodomésticos, vehículos, etc.) deberían suponer una aportación neta positiva al crecimiento del PIB del conjunto de la economía española.¹

Zona afectada por la DANA e impacto por sectores de actividad en Valencia

La provincia de Valencia aporta el 5% del PIB de España y el 53% del PIB de la Comunidad Valenciana. En términos de población, en la provincia habitan unos 2,66 millones de personas, 1 millón de las cuales viven en los 75 municipios afectados por las inundaciones.² De estos, hay 15 municipios con afectaciones muy severas (zona cero), con una población de 265.000 habitantes, el 10% del total de la provincia y el 0,5% de la población española.³

Los sectores que se han visto más afectados por las inundaciones son el agrario, que representa el 2,2% del VAB de la provincia de Valencia; la industria manufacturera, con un peso del 15,3% en la estructura productiva de la región;

Exportaciones del puerto de Valencia (Toneladas)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de IMF Portwatch.

y el comercio, el transporte y la hostelería y el ocio, que representan el 24% del VAB.

El sector que presenta el mayor grado de afectación directa es el agroalimentario: alrededor de la mitad de la superficie agraria útil está afectada y las pérdidas de producción, que además se encontraba en mitad de la campaña de recolección, alcanzan en algunos casos el 100%. Los productos más afectados han sido el caqui, los cítricos, el arroz y los viñedos. Una valoración provisional del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación estima que 49.000 productores y 70.000 hectáreas fueron afectados por el temporal.⁴

Población y gasto presencial con tarjetas españolas en la zona afectada

Afectación	Número de municipios	Población			Gasto tarjetas españolas (del 1 al 28 oct.)	
		Habitantes	(% provincia)	(% España)	(% provincia)	(% España)
Municipios afectados *	75	1.006.282	37,9	2,1	30,4	1,5
Zona cero	15	265.044	10,0	0,5	9,6	0,5
Resto de afectados	60	741.238	27,9	1,5	20,8	1,0
Municipios no afectados	191	1.650.009	62,1	3,4	69,6	3,4
Provincia de Valencia	266	2.656.291	100,0	5,5	100,0	4,9

Notas: * Los municipios afectados son los 75 municipios de la provincia de Valencia incluidos en el RDL 6/2024. Los 15 municipios de la zona cero se toman del informe Datos económicos de las empresas industriales, construcción y servicios de los 68 municipios más afectados por la DANA, de la Cámara de Valencia, publicado el 6 de noviembre.

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

- Nótese que cuando se produce un desastre natural, la destrucción de capital productivo no computa directamente en el PIB, pues representa una pérdida de riqueza.
- El Real Decreto Ley 6/2024, de 5 de noviembre, por el que se adoptan medidas urgentes de respuesta ante los daños causados por la depresión aislada en niveles altos (DANA), incluye 74 municipios de la provincia de Valencia más las pedanías del sur de la ciudad de Valencia. También incluye tres municipios de fuera de la provincia de Valencia (Alahurín de la Torre, en Málaga; Letur, en Albacete; y Mira, en Cuenca). La Generalitat Valenciana amplió el listado a 15 municipios más (resolución del 19 de noviembre).
- Los municipios de la zona cero se toman del informe Datos económicos de las empresas industriales, construcción y servicios de los 68 municipios más afectados por la DANA, de la Cámara de Valencia, publicado el 6 de noviembre. Los 15 municipios de la zona cero y su número de habitantes (entre paréntesis) son: Alaquàs (29.825), Albal (17.024), Aldaia (33.376), Alfafar (21.879), Algemesí (27.438), Benetússer (15.879), Beniparrell (2.074), Catarroja (29.316), Chiva (16.750), Llocnou de la Corona (124), Massanassa (10.146), Paiporta (27.184), Picanya (11.760), Sedaví (10.637) y Utiel (11.632).

La industria tiene también un elevado peso en la zona afectada por la DANA. En concreto, la zona concentra un 2,7% de empresas industriales y un 3,6% del empleo en la industria del total de España, comparado con un 2% del total de empresas y el 1,9% del empleo total. Las inundaciones anegaron polígonos industriales y centros logísticos, muchos de ellos ligados a la actividad exportadora por vía marítima: los datos diarios de actividad portuaria muestran una fuerte caída de las exportaciones desde el puerto de Valencia tras la DANA (-30% interanual en la primera semana y -47% en la segunda), aunque los últimos datos muestran una normalización de los flujos comerciales (-5% interanual en los siete días hasta el 24 de noviembre).

El comercio minorista se ha visto también muy afectado. Según la Cámara de Valencia,⁵ se estima que más de 5.000 comercios podrían haber sufrido daños directos, de los cuales un 67,6% habrían sufrido daños graves. Además, en las zonas afectadas también se encuentran unos 21.000 locales de servicios (hostelería, peluquerías, academias, clínicas, talleres, etc.), de los cuales un 42% se estima que pueden haber sufrido daños graves.

Los datos internos de pagos con tarjetas de CaixaBank en los TPV de la zona afectada permiten valorar el alcance y la intensidad del impacto inicial sobre el comercio, y hacer un seguimiento del grado de recuperación a tiempo real en las zonas según el grado de afectación. Así, en la primera semana después de la DANA, más de un 90% de los comercios de la zona cero no pudieron abrir sus puertas, con el consecuente desplome de su facturación (-83% interanual).⁶ En el resto de los municipios afectados, pero fuera de la zona cero, el impacto fue significativo, pero de menor intensidad: un 30% de los comercios no registraron actividad durante la primera semana, pero rápidamente evolucionaron de forma muy similar a la del resto de municipios no afectados, y su facturación apenas descendió (-2% interanual en la primera semana), posiblemente debido a un efecto sustitución de los comercios de la zona que sí se vieron afectados.

En cambio, la recuperación del comercio en la zona cero está siendo muy lenta: en la semana del 20 al 26 de noviembre,⁷ el gasto presencial con tarjetas españolas era todavía un 60% inferior al de la misma semana del año pasado. Por categoría de gasto, el comercio *retail* (textil,

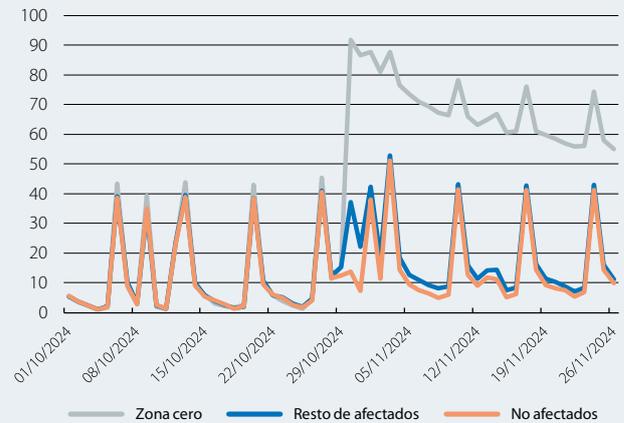
4. Esta estimación incluye 34 municipios de la provincia de Almería incluidos en el Real Decreto Ley 7/2024.

5. Véase el Informe sobre la evaluación provisional sobre los daños en la actividad comercial minorista en los municipios afectados por la DANA, de la Cámara de Comercio de Valencia, del 12 de noviembre.

6. Aproximamos los comercios cerrados a partir del número de comercios sin actividad en sus TPV.

7. Última semana con datos disponibles en el momento de escribir este artículo. El Monitor de Consumo de CaixaBank Research contiene actualizaciones semanales de estos datos que se pueden consultar en nuestra web.

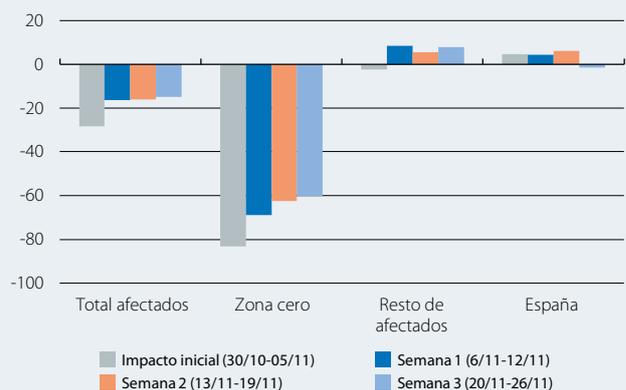
Comercios inactivos en la provincia de Valencia, por zona de afectación de la DANA (% sobre el total) *



Notas: * Comercios sin actividad en sus TPV en el día seleccionado. Los picos de inactividad previos a la DANA se corresponden con domingos y otros festivos.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.

Gasto con tarjetas domésticas en el área afectada

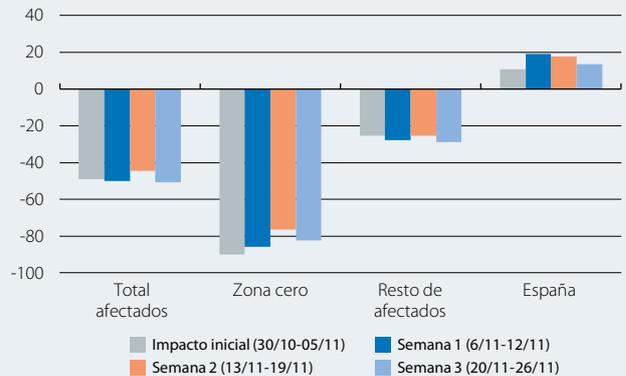
Variación respecto a los mismos días del año pasado (%)



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

Gasto presencial extranjero con tarjeta en la provincia de Valencia, por zona de afectación de la DANA

Variación respecto a los mismos días del año pasado (%)



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

muebles, electrodomésticos, etc.) apenas se ha recuperado (–85% interanual y el 76% de los comercios inactivos). Ocio y hostelería muestra una ligera mejora respecto a la primera semana tras la DANA, pero el impacto sigue siendo muy significativo (–51% interanual en facturación y el 61% de los comercios inactivos). En cambio, los comercios de primera necesidad (alimentación y farmacias) muestran una mejor trayectoria: –42% interanual en facturación y un 45% de comercios inactivos en la semana del 20 al 26 de noviembre, frente al –71% en facturación y un 80% de comercios inactivos en la primera semana. La completa destrucción de muchos locales en plantas bajas hace prever que un porcentaje de estos comercios, difícil de cuantificar, se vea abocado al cierre definitivo.

Por su parte, el gasto con tarjetas extranjeras nos permite aproximar el grado de afectación del sector turístico.⁸ En la primera semana tras la DANA, el gasto de los extranjeros se desplomó en la zona cero (–90% interanual) y el grado de recuperación está siendo muy limitado (–82% interanual en la semana del 20 al 26 de noviembre). El gasto internacional en el resto de los municipios afectados tuvo un menor retroceso en la primera semana (–25% interanual), pero no muestra signos de mejora (–29% en la semana del 20 al 26 de noviembre), un dato que contrasta con el incremento del gasto turístico internacional en el conjunto de España (14% interanual) y que posiblemente se pueda atribuir al impacto de las inundaciones sobre las infraestructuras necesarias para el transporte de turistas y el efecto negativo de las noticias de la catástrofe sobre los visitantes potenciales. En todo caso, el impacto en las infraestructuras turísticas y la planta hotelera ha sido limitado, lo que debería permitir que el sector turístico se reactive las próximas semanas.

Impacto macroeconómico de la DANA

Estimamos que la devastación de la DANA podría restar entre 1 y 2 décimas al PIB español del 4T 2024, una estimación sujeta a un alto grado de incertidumbre. Se asume un elevado grado de afectación en el sector primario, una afectación moderada en la industria y más leve en el comercio (efecto sustitución) en los dos últimos meses del año. Los trabajos iniciales de limpieza y reconstrucción moderarán el impacto en la actividad económica.

Sobre la estimación para 2025, la evidencia empírica sobre el impacto de los desastres naturales en el PIB generalmente encuentra que es limitado y transitorio, aunque

aún domina el impacto negativo un año después.⁹ En todo caso, las estimaciones están sujetas a un elevado grado de incertidumbre y dependerán en gran medida de la magnitud de esfuerzo inversor en reconstrucción y reposición del capital destruido, así como de las medidas de apoyo que se implementen. En este sentido, el Gobierno ha aprobado medidas por un importe de 16.600 millones de euros entre ayudas, avales e inversiones (1,1% del PIB). El impacto de este paquete en el déficit público de 2024 debería ser poco material, pues el grueso se materializará en 2025 y, además, 5.000 millones son avales gestionados por el ICO. Estimamos que el despliegue de estas ayudas, así como las inversiones para reconstrucción, puedan contribuir a un impacto positivo sobre el PIB español en 2025 de entre 1 y 3 décimas (efecto ya neto de los efectos disruptivos que puedan perdurar en los próximos trimestres).

En las próximas semanas seguiremos monitorizando los gastos con tarjetas en la provincia de Valencia, para hacer un seguimiento en tiempo real de la evolución del consumo y el grado de reapertura del comercio en la zona afectada. Estas actualizaciones se pueden consultar en nuestra página web, en el [monitor de consumo de CaixaBank Research](#).

El calentamiento global hace prever que los fenómenos climáticos extremos serán cada vez más frecuentes y de mayor intensidad. La devastación provocada por la DANA en Valencia nos debe hacer reflexionar sobre la necesidad de invertir en la mitigación de las consecuencias del cambio climático y la adaptación a este en las regiones especialmente vulnerables.

Eduard Alcobé, Zoel Martín y Judit Montoriol

8. Según datos internos de CaixaBank, el gasto turístico internacional realizado en los municipios más afectados por la DANA (zona cero) representa el 7,3% del gasto turístico internacional de la provincia (en Valencia ciudad se realiza el 33% del gasto). En la provincia, el peso del gasto turístico internacional y nacional se reparte prácticamente a partes iguales.

9. El Banco de España estima, mediante dos ejercicios econométricos distintos, basados en datos históricos de desastres naturales y del huracán Katrina, un impacto negativo de 0,2 p. p. en el PIB que no va a más un año después.

La sequía en Cataluña ¿ha modificado el gasto en agua de los hogares?

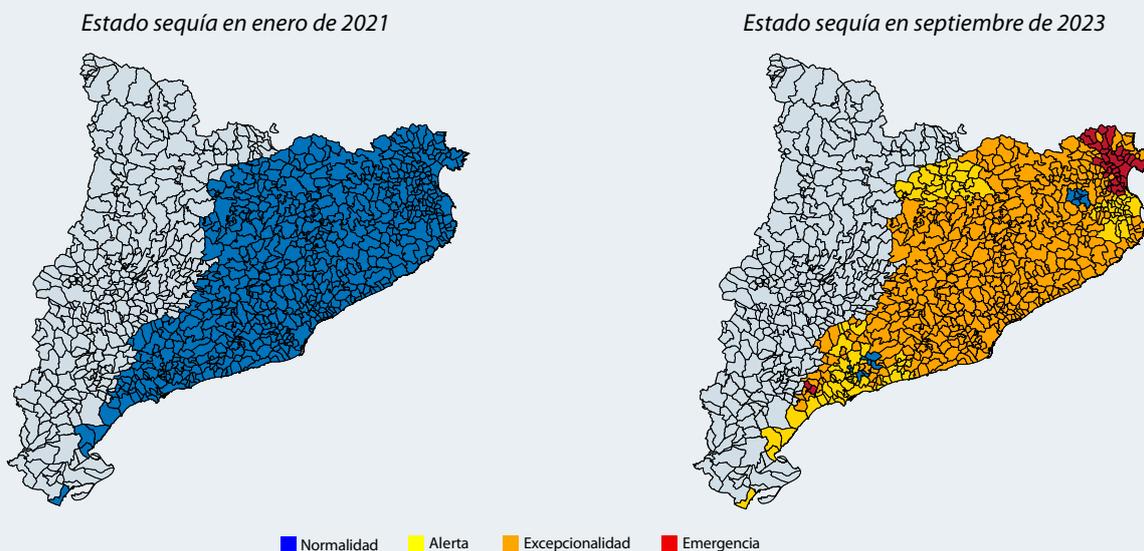
Con el otoño a punto de llegar a su fin, la situación hidrológica en Cataluña se mantiene en estado de alerta a causa de la sequía persistente que afecta a las provincias de Barcelona, Girona y parte de Tarragona. La situación hidrográfica en esta área de Cataluña, que corresponde a las cuencas internas abastecidas principalmente por las aguas de los ríos Ter y Llobregat, contrasta con la del territorio abastecido por el río Ebro. La situación de estrés hídrico empezó en 2021 y alcanzó su punto crítico en 2023, cuando la mayoría de los municipios de las cuencas internas se declararon en estado de excepcionalidad por sequía. Este estado se activa cuando el nivel de reservas de agua desciende por debajo del 25%, indicando un estrés hídrico severo (véase el primer gráfico). En este artículo, analizamos hasta qué punto los hogares catalanes tomaron medidas para enfrentar la escasez de agua tras la declaración de sequía en sus correspondientes municipios entre 2021 y 2024. Utilizando datos detallados de recibos de agua domiciliados, hemos podido observar que los hogares catalanes redujeron su gasto de agua en respuesta a la sequía. La reducción del gasto en agua, además, varió en función del nivel de emergencia hídrica y se mantuvo a lo largo del tiempo.

Para este análisis, utilizamos datos internos de recibos de agua domiciliados en cuentas de CaixaBank, debidamen-

te anonimizados, que proporcionan información sobre el importe pagado en cada recibo, la compañía suministradora y características de los clientes titulares de la cuenta como la edad, los ingresos y el municipio de residencia. Esta información la combinamos con datos hidrográficos (red y cuenca de abastecimiento, estado de sequía, precio del agua) y climáticos (temperatura, precipitaciones, nivel de humedad) del municipio al que pertenecen para estudiar los determinantes del consumo de agua de los hogares catalanes.¹ De esta manera, obtenemos una fuente de información innovadora para estudiar cómo los hogares modificaron su gasto en agua como respuesta a la situación hidrográfica.

El recibo de agua mediano se sitúa alrededor de 48 euros en las cuencas internas y de 40 euros en las cuencas del Ebro (es decir, la mitad de los hogares pagan facturas inferiores y la otra mitad, superiores). Sin embargo, el gasto de agua es muy heterogéneo (véase el segundo gráfico) y hay otros factores que afectan al gasto en agua más allá del estado de sequía, como, por ejemplo, la estructura del hogar o los precios del agua.² Para analizar si los hogares cambiaron su gasto en función del estado hidrográfico en cada momento, es necesario tenerlos en cuenta. Para ello, estimamos un modelo econométrico que incluye estos factores³ así como el estado hidrográfico en cada momen-

Estado hidrográfico en Cataluña (cuencas internas)



Fuente: Agència Catalana de l'Aigua.

1. En concreto, la muestra de datos incluye todos los clientes particulares en Cataluña con recibos de agua domiciliados con frecuencia bimensual o trimestral entre marzo de 2021 y septiembre de 2024. La información sobre los precios de cada compañía suministradora de agua proviene de la [Agència Catalana de l'Aigua \(ACA\)](#). La información hidrográfica y del estado de sequía a nivel de unidad de explotación proviene de la [ACA para las cuencas internas y de la Confederación Hidrográfica del Ebro](#) para las del Ebro. La información climática a nivel municipal proviene de [Copernicus Climate Change Service \(C3S\) Climate Data Store \(CDS\)](#).

2. Reynaud, A. (2015). «Modelling Household Water Demand in Europe: Insights from a Cross-country Econometric Analyses of EU-28». Luxemburgo: Publication Office of the European Union. 249 p.

3. En concreto, estimamos una regresión lineal con efectos fijos de alta dimensión (HDFE, por sus siglas en inglés) que incluye características del hogar (ingresos, edad del titular, número de recibos e importe del recibo anterior), meteorológicas (humedad, temperatura y precipitaciones del municipio), los precios y el nivel de sequía. Además, la especificación también incluye efectos fijos de hogar, municipio y mes del año.

to. De nuestros resultados se desprende que una mayor gravedad en el estado de emergencia en las cuencas internas está asociada con una reducción del gasto de agua de entre un 1,5% y un 4%, una vez controlado por los precios en cada momento (véase el tercer gráfico).⁴ Estos resultados coinciden con otros estudios,⁵ que estimaron el impacto en el área metropolitana de Barcelona de otro episodio de sequía (2004-2012), y muestran que los hogares redujeron su consumo al aumentar el nivel de estrés hídrico.

Sin embargo, esta metodología puede ofrecer una visión distorsionada del impacto de la sequía al agrupar en un mismo estado de sequía a municipios que acaban de entrar y otros que llevan más tiempo en dicha situación. Para mejorar la estimación del impacto de la declaración de sequía sobre el consumo de agua, usamos un método de diferencias en diferencias (DiD),⁶ que nos permite evaluar el impacto de una intervención comparando los cambios entre un grupo tratado en un periodo concreto y un grupo de control. En este caso, el tratamiento es la entrada de un municipio en la fase de alerta o superior y el control a aquellos municipios que no están en fase de alerta o superior.

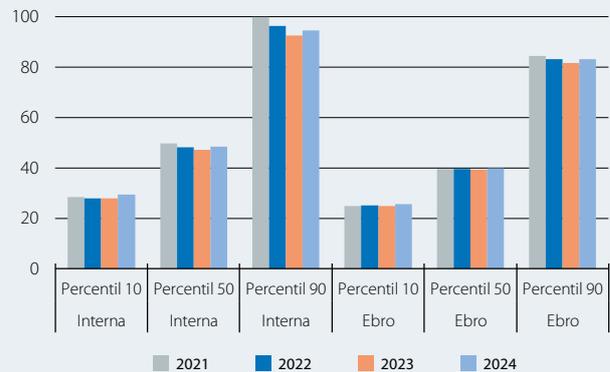
Los resultados muestran que, efectivamente, tras la declaración de sequía en un municipio, sus habitantes redujeron el gasto en agua durante los meses posteriores. El impacto durante los 12 meses posteriores a la declaración de sequía es de alrededor de un 5% sobre el gasto. Como podemos observar en el gráfico, este impacto es gradual y llega a su punto máximo seis meses después de la entrada en sequía, con una reducción de casi el 10%. A partir de los seis meses, el efecto de la intervención se modera. Este resultado, además, se mantiene si tenemos en cuenta otros factores como la renta media del municipio, los precios del agua o el mes del año en el que se realizó el consumo.

En conclusión, el uso de datos innovadores que combinan información del gasto de agua con el estado hidrográfico nos ha permitido constatar cómo los hogares catalanes han reducido de manera significativa el consumo de agua durante el episodio de sequía actual.

Zoel Martín Vilató y Josep Mestres Domènech

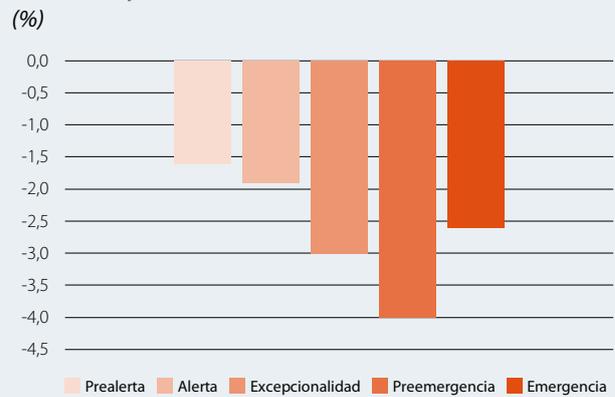
4. En las cuencas del Ebro, esta asociación es más débil, puesto que el nivel de estrés hidrográfico en el periodo analizado no alcanzó una gravedad similar al de las cuencas internas durante el mismo periodo.
 5. Bernardo, V., Fageda, X. y Termes, M. (2015). «Do droughts have long-term effects on water consumption? Evidence from the urban area of Barcelona». Applied Economics, 47(48), 5131-5146.
 6. Callaway, B. y Sant'Anna, P. H. (2021). «Difference-in-differences with multiple time periods». Journal of Econometrics, 225(2), 200-230.

Importe del recibo de agua domiciliado en Cataluña, por cuenca hidrográfica (Euros)



Nota: Recibos de agua domiciliados de clientes particulares en Cataluña. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

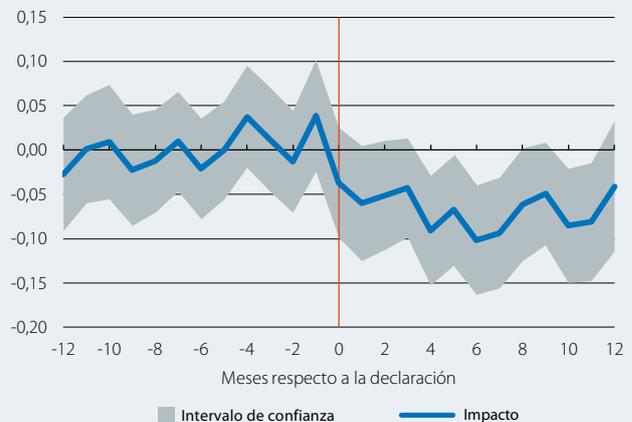
Variación en el importe del recibo asociada a una mayor necesidad hídrica



Notas: Variación respecto a un estado de normalidad hidrográfica estimado a partir de un modelo lineal con efectos fijos de alta dimensión por hogar, municipio y mes en las cuencas internas. La estimación del importe de los recibos de agua domiciliados controla por variables del hogar, de precios y de meteorología. Véase más detalle en la nota 2 del artículo. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

Impacto en el consumo de agua de la declaración de sequía

Variación respecto al grupo de control (%)



Nota: Estimado mediante el método DiD desarrollado por Callaway y Sant'Anna (2021) usando como grupo de control los municipios de las cuencas del Ebro. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos, de la Agència Catalana de l'Aigua y del Copernicus Climate Change Service.

La relevancia de los intercambios comerciales de bienes entre España y EE. UU.

Tras la victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de EE. UU., la política comercial restrictiva que ha anticipado podría incluir una importante subida de aranceles que tendría un notable efecto negativo sobre Europa, dado que los aranceles actuales sobre las importaciones europeas son muy bajos. En el caso de España, el impacto que esta medida podría tener es analizado en el Focus «[Impacto de la subida de aranceles sobre las exportaciones españolas a EE. UU.: ¿qué sectores pueden verse más impactados?](#)», incluido en este mismo informe, mientras que en este artículo nos centramos en el papel que juega la economía norteamericana en las relaciones comerciales de nuestro país. En general, podemos afirmar que, aun siendo un socio comercial relevante,¹ la exposición de España a EE. UU. es relativamente baja, si bien existe una elevada heterogeneidad entre sectores.

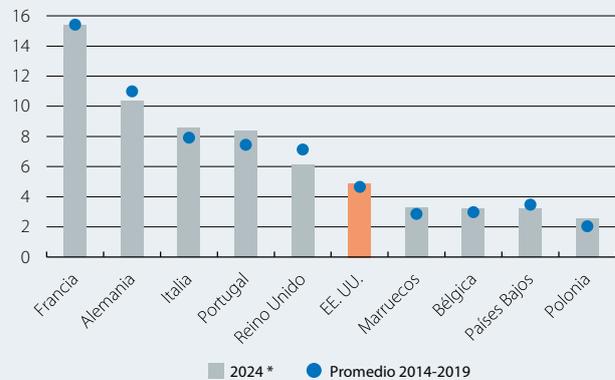
Por el lado de las exportaciones, EE. UU. es el sexto destino de las mercancías españolas –el segundo extracomunitario por detrás del Reino Unido–, con 18.700 millones de euros en 2024 (datos acumulados de 12 meses hasta septiembre), lo que supone el 4,9% del total de las ventas de bienes españoles al exterior. Se trata de una cifra que ha crecido en los últimos años, desde el 4,5% en el periodo prepandemia (promedio 2014-2019), si bien está lejos del peso que supone para Italia (10,7%), Alemania (9,9%) o Francia (7,3%). En términos de PIB, las exportaciones españolas a EE. UU. representan alrededor del 1,3%, muy por debajo de la media de la eurozona (3,1%) o de países como Alemania y Francia, 3,8% y 1,6%, respectivamente.

Por grupos de productos, los más exportados son bienes de equipo –sobre todo maquinaria industrial y aparatos eléctricos– y semimanufacturas –básicamente productos químicos–, que aglutinan cerca del 60,0% del total; a cierta distancia se sitúan alimentos (casi el 18,0%), con especial protagonismo de aceites y grasas.

Aunque el peso de las exportaciones totales a EE. UU. no parece muy elevado, si analizamos el papel del mercado norteamericano en función de los productos exportados se observan algunas diferencias. Así, hay bienes en los que la dependencia del mercado estadounidense es más intensa; por ejemplo, se destinan a EE. UU. el 7,5% de las exportaciones de bienes de equipo y el 5,6% de las de semimanufacturas, destacando en el primer caso motores (17,6%) y en el segundo material de construcción (13,5%). En el caso de los alimentos, aunque en conjunto se sitúan por debajo de la media (el 4,7% de sus ventas se dirigen a EE. UU.), destacan aceites y grasas, con el 14,0%.

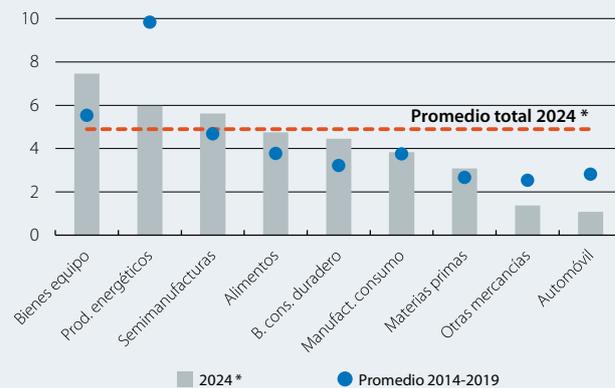
1. Si consideramos los intercambios comerciales totales (exportaciones e importaciones), EE. UU. es el sexto socio comercial de España y el segundo extracomunitario, solo por detrás de China.

España: principales destinos de las exportaciones de mercancías
(% sobre el total)



Nota: * Datos acumulados de 12 meses hasta septiembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DataComex.

España: exportaciones de mercancías a EE. UU. por grupos de productos
(% sobre las exportaciones totales de cada producto)



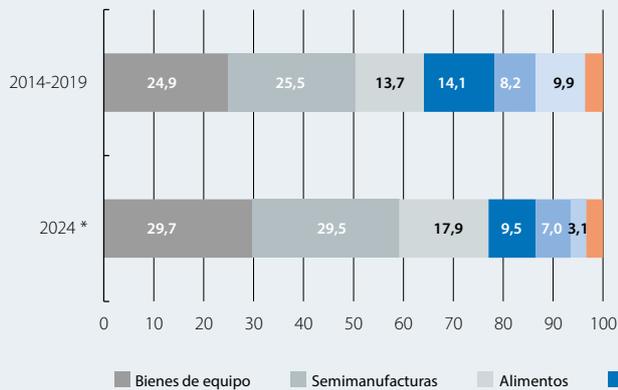
Nota: * Datos acumulados de 12 meses hasta septiembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DataComex.

Al analizar la evolución más reciente de las exportaciones a EE. UU., se observa que han quebrado la fuerte senda expansiva iniciada tras la pandemia y acumulan dos años de retrocesos, un 0,3% en 2023 y un 1,2% interanual en enero-septiembre de este año. En todo caso, respecto al periodo 2014-2019, en 2024 (datos anualizados hasta septiembre) crecen un 55,0%, por encima del 43,9% anotado por el total de exportaciones.

En el tercer gráfico se observa la contribución de los distintos grupos de productos al crecimiento de las exportaciones a EE. UU. entre 2014-2019 y 2024 (datos acumulados hasta septiembre). La práctica totalidad del crecimiento en dicho periodo viene explicada por las principales partidas (bienes de equipo, semimanufacturas y alimentos), que, en consecuencia, han aumentado su peso sobre el total. A un nivel más desagregado, sobresalen aceites y

España: exportaciones por grupos de productos a EE. UU.

Peso sobre el total (%)



Nota: * Acumulado de 12 meses hasta septiembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DataComex.

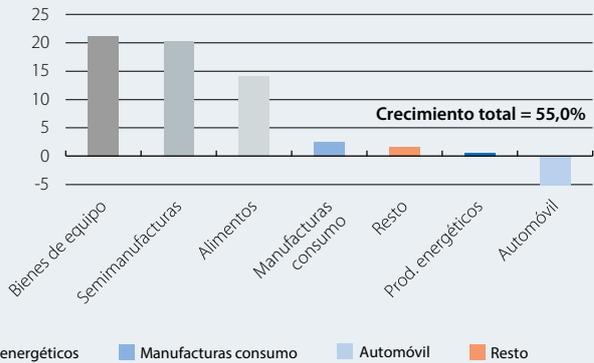
grasas y, sobre todo, productos químicos, que aportan al crecimiento 6,3 y 12,9 puntos, respectivamente (es decir, ambos explican el 35% del crecimiento total). Por el contrario, las únicas exportaciones que han contribuido de forma negativa han sido las del sector del automóvil, que han visto reducir considerablemente su cuota hasta el 3,1%, menos de la tercera parte que en 2014-2019.

Por lo que respecta a las importaciones procedentes de EE. UU., ascienden en 2024 (datos anualizados hasta septiembre) a 28.380 millones de euros, el 6,7% del total, lo que le convierte en nuestro quinto proveedor –segundo extracomunitario tras China–; este porcentaje ha aumentado en los últimos años de forma relativamente intensa, desde el 4,5% en 2014-2019. España compra a EE. UU., principalmente, productos energéticos (35,2% del total), semimanufacturas (29,2%), sobre todo productos químicos, y bienes de equipo (21,4%), en especial material de transporte y motores.

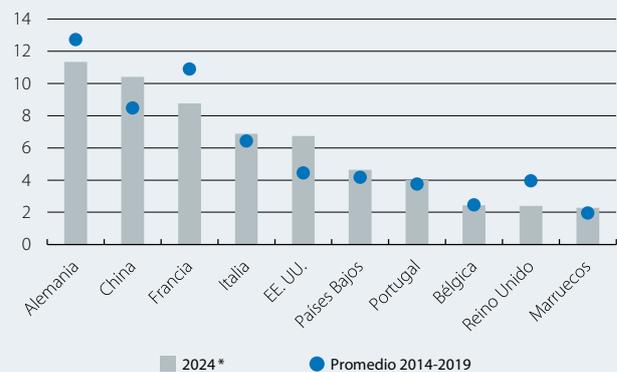
Mención especial merecen las importaciones energéticas, que, tras el estallido de la guerra en Ucrania, se han disparado, impulsadas por las compras de gas natural licuado (GNL).² A este respecto, España compra actualmente a EE. UU. la sexta parte de las importaciones totales de energía –cuando antes de la pandemia el peso era del 3,5%– y el 8,6% de las de semimanufacturas, especialmente productos químicos (11,5%). Entre los bienes de equipo, donde el peso de las compras procedentes de EE. UU. es similar a la media (6,4%), destacan aparatos de precisión (11,4%), material de transporte (14,5%) y, sobre todo, motores (44,3%).

2. En un momento en el que las circunstancias obligaban a reducir la dependencia energética de Rusia, y aprovechando que España es el país de la UE con mayor capacidad regasificadora (7 plantas), las importaciones de GNL desde EE. UU. han pasado de poco más de 1 millón de toneladas (273 millones de euros) en el promedio 2014-2019 a 4,2 millones de toneladas (2.017 millones de euros) en 2024 (datos anualizados hasta septiembre), alcanzando en 2022 el máximo de 8,43 millones de toneladas y 8.905 millones de euros.

Contribución al crecimiento 2024* sobre promedio 2014-2019 (p. p.)

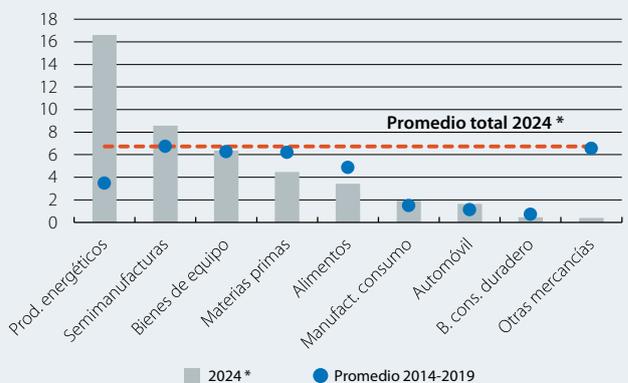


España: principales orígenes de las importaciones de mercancías (% sobre el total)



Nota: * Datos acumulados de 12 meses hasta septiembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DataComex.

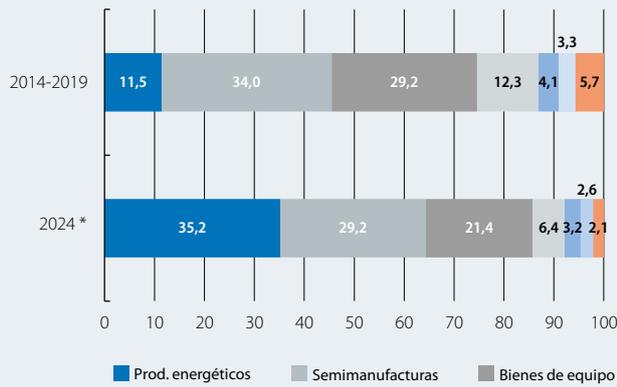
España: importaciones de mercancías procedentes de EE. UU. por grupos de productos (% sobre importaciones totales de cada producto)



Nota: * Datos acumulados de 12 meses hasta septiembre.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de DataComex.

España: importaciones por grupos de productos desde EE. UU.

Peso sobre el total (%)



Nota: * Acumulado de 12 meses hasta septiembre.

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

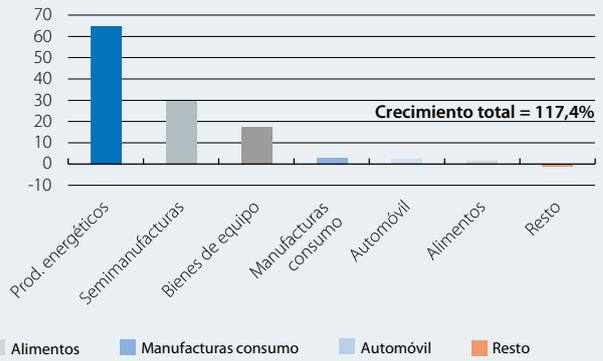
En los últimos años, las importaciones de EE. UU. han seguido un patrón similar al comentado antes para las exportaciones: una intensa caída en 2023 (-16,3%) seguida de un leve repunte este año (0,5% interanual en enero-septiembre), que no han contrarrestado el extraordinario crecimiento de 2021-2022, de modo que, con datos acumulados de 12 meses hasta septiembre de 2024, más que duplican el promedio de 2014-2019 (lo superan en un 117,4%, frente al 43,9% para el total de importaciones).

Más de la mitad del crecimiento acumulado por las importaciones entre 2014-2019 y 2024 lo explica el componente energético, que ha triplicado su peso sobre el total, alcanzando el 35,2% (es el único grupo que aumenta su cuota). A gran distancia se sitúan semimanufacturas y bienes de equipo: entre las primeras destacan productos químicos, que explican cerca del 25% del crecimiento total de las importaciones.

Por último, los intercambios comerciales con EE. UU. arrojan tradicionalmente un balance deficitario para España, que en los últimos años se ha ampliado muy notablemente, condicionado por el saldo energético. Así, el déficit en 2024 (9.644 millones de euros, de los que 8.212 millones proceden de la energía) es 10 veces superior al promedio de 2014-2019 (972 millones) y el segundo más abultado para nuestro país, únicamente superado, a mucha distancia, por el déficit con China (36.287 millones).

Sergio Díaz Valverde

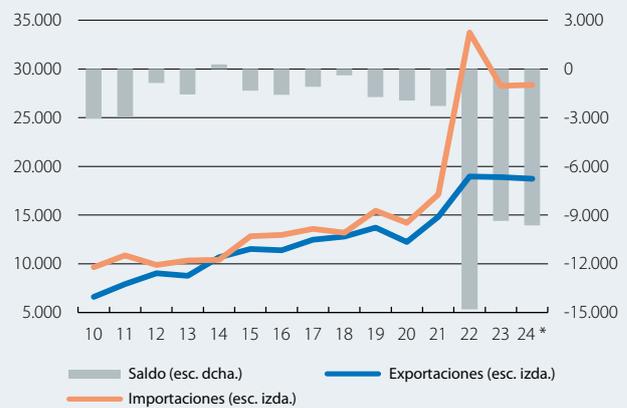
Contribución al crecimiento 2024 * sobre promedio 2014-2019 (p. p.)



España: intercambios comerciales con EE. UU.

(Millones de euros)

(Millones de euros)

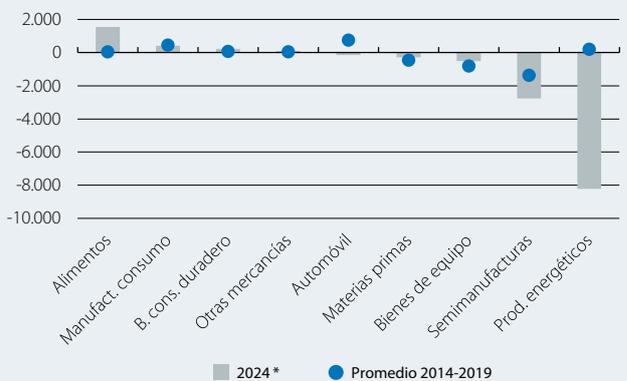


Nota: * Datos acumulados de 12 meses hasta septiembre.

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

España: saldo comercial con EE. UU. por grupos de productos

(Millones de euros)



Nota: * Datos acumulados de 12 meses hasta septiembre.

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

Impacto de la subida de aranceles sobre las exportaciones españolas a EE. UU.: ¿qué sectores pueden verse más impactados?

En España, las exportaciones de bienes hacia EE. UU. representaron en 2023 el 4,9% del total de exportaciones, el 1,25% del PIB. Como hemos visto en el Focus anterior, la exposición de España a EE. UU. es relativamente baja, aunque existe una heterogeneidad sustancial entre sectores.

Los aranceles que actualmente aplica EE. UU. a las exportaciones españolas varían considerablemente según el producto. En el caso de España, los aranceles *ad valorem*¹ aplicados corresponden al régimen de nación más favorecida (*most favored nation*), el arancel general no discriminatorio de EE. UU. siempre que el producto no esté sujeto a restricciones especiales. Un ejemplo reciente serían los aranceles que EE. UU. impuso sobre determinados productos agroalimentarios españoles entre octubre de 2019 y marzo de 2021 a raíz de la disputa sobre ayudas de estado en el sector aeronáutico.²

Para evaluar el impacto de un incremento hasta el 10% en los aranceles *ad valorem* propuesto por la nueva Administración Trump, es fundamental considerar dos aspectos clave: el nivel inicial de cada arancel y la importancia del

mercado estadounidense para las exportaciones de cada producto. Así, para cada producto (clasificación HS a 6 dígitos), calculamos el impacto de aumentar el arancel del nivel actual al 10%,³ teniendo en cuenta el valor de las exportaciones de cada producto. A continuación, agregamos el resultado por las categorías de las negociaciones comerciales multilaterales de la OMC.

Como muestra la tabla, los sectores con alta exposición al aumento de aranceles (mayores exportaciones a EE. UU. y aranceles actuales por debajo del 10%) son: producción de bienes de capital (maquinaria mecánica, de oficina e informática, maquinaria eléctrica y equipos electrónicos), minerales y metales, y productos químicos. Estos sectores combinan bajos niveles arancelarios iniciales con una mayor exposición relativa al mercado estadounidense, lo que amplifica el impacto de cualquier incremento arancelario. Por otro lado, el equipo de transporte se verá menos afectado, ya que los aranceles actuales en promedio ya superan el 10%, pero sí estimamos un ligero impacto positivo, porque, actualmente, dentro de esta categoría algunos productos tienen un arancel inferior al 10%.

Exportaciones españolas de bienes hacia EE. UU. e impacto estimado de un incremento del arancel al 10% y al 20%

	Exportaciones totales		Exportaciones a EE. UU.			Arancel actual (Ponderado al valor de las exportaciones)	Impacto arancel del 10% (M€)	Impacto arancel del 20% (M€)
	(M€)	(% total)	(M€)	(% total)	(% España)			
Máquinas y aparatos mecánicos, de oficina e informática	26.619	6,9	2.728	14,4	10,2	0,8	251	523
Minerales y metales	51.429	13,4	2.978	15,8	5,8	2,4	226	523
Productos químicos	63.701	16,6	2.678	14,2	4,2	1,9	217	485
Máquinas y aparatos eléctricos y material electrónico	21.503	5,6	1.715	9,1	8,0	0,6	162	333
Material de transporte	69.030	18,0	1.583	8,4	2,3	10,7	85	179
Semillas oleaginosas, grasas y aceites	7.221	1,9	824	4,4	11,4	0,5	79	160
Otras manufacturas	13.031	3,4	718	3,8	5,5	1,1	64	136
Petróleo	19.734	5,1	2.015	10,7	10,2	7,0	61	263
Madera, papel, muebles	11.387	3,0	508	2,7	4,5	0,9	46	97
Otros	100.034	26,1	3.157	16,7	3,2	–	198	481
Total	383.689	100	18.904	100	4,9	3,1	1.388	3.181
(% del PIB)	25,6		1,3				0,09	0,21

Notas: Los datos de aranceles provienen de la OMC y se refieren al arancel efectivo a la nación más favorecida. Los datos de exportaciones provienen de Datacomex (Aduanas). El análisis se realiza con los productos a seis dígitos. En la tabla se agregan según las categorías NCM, definidas por la OMC según el Harmonized Commodity Description and Coding System (HS).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OMC y de Datacomex de 2023.

1. Arancel como porcentaje del precio del producto.

2. La medida afectó a 33 productos agroalimentarios y aeronaves. El valor de las exportaciones a EE. UU. de estos productos era de 953 millones de euros en 2019 (un 6,9% del total de exportaciones a EE. UU.). Al contrario de lo que cabría esperar, entre 2019 y 2021, las exportaciones de estos productos hacia EE. UU. aumentaron más que las destinadas a otros países (15,3% con destino a EE. UU. frente al 3,3% al resto de destinos). Las que más aumentaron fueron: aceite de oliva, vino y licores, aviones y conservas de moluscos. En cambio, aceitunas de mesa, cítricos, carne porcina y algunos quesos se vieron penalizados.

3. Si el arancel actual es superior al 10%, se mantiene el valor actual.

En conjunto, el impacto directo estimado del aumento de los aranceles al 10% ascendería a unos 1.388 millones de euros, lo que equivale al 0,1% del PIB. En un escenario de aumento arancelario al 20%, el impacto alcanzaría los 3.181 millones de euros, un 0,2% del PIB. Cabe señalar que estas estimaciones solo tienen en cuenta las exportaciones directas de España hacia EE. UU. Existen otros canales que harían que el impacto final fuese mayor, en especial el impacto indirecto del valor añadido por España a las exportaciones de otros países a EE. UU. Por ejemplo, las exportaciones de productos alemanes a EE. UU. tienen un cierto contenido de valor añadido producido en España que se vería afectado. En sentido contrario, el impacto total final podría suavizarse por una depreciación del euro frente al dólar estadounidense, una transferencia imperfecta de los aranceles a los precios de exportación de la UE y una sustitución parcial del comercio hacia terceros países.

Finalmente, cabe señalar que un aumento arancelario homogéneo sobre todos los países que exportan a EE. UU. no sería tan dañino para España comparado, por ejemplo, con un escenario de aranceles más quirúrgicos, puesto que los precios relativos respecto a rivales comerciales no cambiarían de forma sustancial.

Judit Montoriol y Anna Bahí

Indicadores de actividad y empleo

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Industria									
Índice de producción industrial	2,0	-1,4	-1,3	-0,5	0,3	0,6	1,1	1,9	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,8	-6,5	-7,9	-5,1	-5,5	-3,0	-0,8	-8,0	-5,2
PMI de manufacturas (valor)	51,0	48,0	45,9	50,7	52,8	51,5	53,0	54,5	53,1
Construcción									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	0,6	0,5	0,5	6,2	14,0	17,0	17,0	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	14,8	-10,2	-10,2	-11,0	-10,0	-1,1	-1,1	...	...
Precio de la vivienda	7,4	4,0	4,2	6,3	7,8	8,1	...	...	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	18,9	15,8	14,3	12,3	12,3	11,9	...
PMI de servicios (valor)	52,5	53,6	51,2	54,3	56,6	55,2	57,0	54,9	53,1
Consumo									
Ventas comercio minorista ¹	2,3	2,5	2,8	1,1	0,5	2,6	4,2	3,5	...
Matriculaciones de automóviles	-3,0	18,5	11,9	4,2	9,6	1,1	6,3	7,2	6,4
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-17,2	-14,4	-13,6	-12,3	...	...
Mercado de trabajo									
Población ocupada ²	3,6	3,1	3,6	3,0	2,0	1,8	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	13,0	12,2	11,8	12,3	11,3	11,2	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social ³	3,9	2,7	2,6	2,6	2,4	2,3	2,3	2,5	2,4
PIB	6,2	2,7	2,3	2,6	3,2	3,4	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
General	8,4	3,5	3,3	3,1	3,5	2,2	1,5	1,8	2,4
Subyacente	5,2	6,0	4,5	3,5	3,0	2,6	2,4	2,5	2,4

Sector exterior

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	-1,4	-6,9	-4,9	-1,8	-1,8	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	-7,2	-9,8	-7,1	-3,1	-3,1	...	...
Saldo corriente	4,8	39,8	39,8	41,2	45,3	49,3	49,3	...	...
Bienes y servicios	12,1	58,8	58,8	60,5	65,4	69,8	69,8	...	...
Rentas primarias y secundarias	-7,3	-19,1	-19,1	-19,2	-20,2	-20,5	-20,5	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	17,5	56,0	56,0	56,0	61,4	65,4	65,4	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros⁴

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Depósitos									
Depósitos de hogares y empresas	3,1	0,3	0,3	3,3	5,2	4,3	4,3	4,7	...
A la vista y preaviso	3,6	-7,4	-7,4	-5,2	-1,9	-1,6	-1,6	-0,4	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	-3,0	100,5	100,5	96,7	68,0	47,5	47,5	39,2	...
Depósitos de AA. PP. ⁵	-0,8	0,5	0,5	-4,6	-4,1	14,8	14,8	17,0	...
TOTAL	2,8	0,3	0,3	2,7	4,5	5,1	5,1	5,7	...
Saldo vivo de crédito									
Sector privado	-0,4	-3,4	-3,4	-2,6	-1,3	-0,3	-0,3	0,1	...
Empresas no financieras	-0,7	-4,7	-4,7	-3,6	-1,8	-0,6	-0,6	-0,1	...
Hogares - viviendas	-0,2	-3,2	-3,2	-2,5	-1,5	-0,7	-0,7	-0,3	...
Hogares - otras finalidades	0,0	-0,5	-0,5	-0,1	0,7	1,2	1,2	1,9	...
Administraciones públicas	0,6	-3,5	-3,5	-4,8	-2,7	-5,4	-5,4	-2,4	...
TOTAL	-0,3	-3,4	-3,4	-2,7	-1,4	-0,7	-0,7	0,0	...
Tasa de morosidad (%)⁶	3,5	3,5	3,5	3,6	3,4	...	...	...	...

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

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

La demanda interna en Portugal, viento en popa

El dinamismo de la demanda interna sostiene el crecimiento del PIB en el 3T. El INE portugués confirmó que la economía creció el 0,2% intertrimestral, un 1,9% en tasa interanual en el 3T, con una importante contribución de la demanda interna, destacando la solidez del consumo privado. Sin embargo, la demanda externa restó 0,78 p. p., como consecuencia de un crecimiento más moderado de las exportaciones (5,3%) que de las importaciones (7%). El fuerte crecimiento de las importaciones pone de relieve la alta dependencia de la demanda interna de bienes y servicios importados, que es el principal factor de riesgo para la actual previsión de crecimiento del PIB de Caixa-Bank Research para 2024 (1,7%).

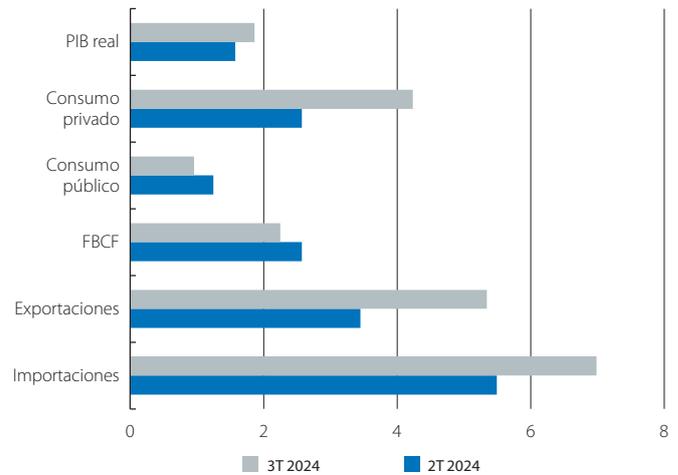
Para 2025 preveemos un mayor tono expansivo, con un crecimiento del PIB del 2,3%, con riesgos al alza concentrados en la actividad interna, gracias a las buenas perspectivas del mercado laboral y de la inversión, que se beneficiará de unos menores costes de financiación y al impulso de las inversiones asociados a los fondos NGEU. El sector exterior seguirá siendo el principal factor de riesgo a la baja, debido a las tensiones geopolíticas y a la incertidumbre sobre el impacto de una política más proteccionista por parte de la Administración Trump.

Inflación persistente en noviembre. La inflación, según el dato de avance, repuntó en noviembre hasta el 2,5% desde el 2,3% de octubre. Esta subida se explica, en gran medida, por el componente energético, que estuvo afectado por unos efectos base (el índice energético cayó con intensidad en noviembre de 2023) que probablemente se repitan en diciembre. La tasa subyacente se mantuvo en el 2,6% y presenta una dinámica más compatible con su estacionalidad histórica de los últimos meses. Por tanto, mantenemos nuestra previsión de inflación promedio del 2,4% para el conjunto de 2024.

El empleo vuelve a sorprender y alcanza un nuevo récord en octubre. Los datos desestacionalizados muestran un aumento interanual de los ocupados del 1,4%, hasta 5,105 millones. Esta dinámica viene acompañada de crecimiento salarial: la remuneración bruta media por trabajador en términos reales aumentó más de un 4% interanual en el 2T. Los datos más recientes confirman que la presión salarial probablemente continuará en el último trimestre del año: en octubre, los salarios en el comercio aumentaron un 6,0% interanual, superando ampliamente el aumento de la inflación en el mismo periodo (2,3%).

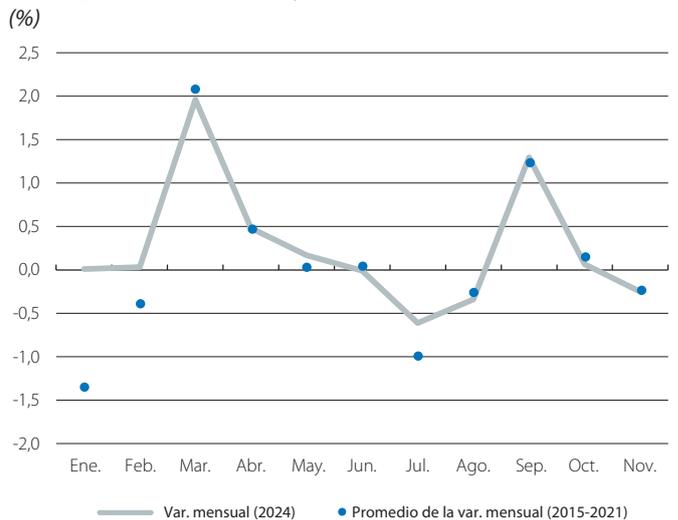
Notable aumento del stock de inversión exterior directa (IED), que se eleva al 70% del PIB en el 3T 2024. En concreto, alcanzó los 194.500 millones de euros, un 5% más que a finales de 2023. Los países que más han invertido en Portugal son España, Países Bajos y Luxemburgo, y el principal sector, el financiero, con el 21% del total. La inversión en bienes raíces ha ido ganando importancia hasta alcanzar el 17,2% del total (13,9% en 2019), destacando EE. UU. y Brasil, cuya inversión en estos bienes representa el 42,2% y el 43,5% de la IED total de dichos países en Portugal (17,8% y 29,7% en 2019).

Portugal: PIB y componentes
Variación interanual (%)



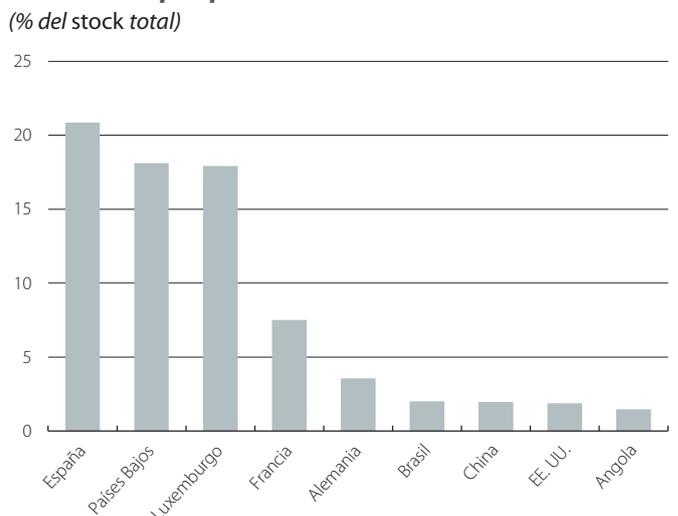
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

Portugal: inflación subyacente



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

Portugal: distribución del stock de inversión directa del exterior por países



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

Indicadores de actividad y empleo

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Índice coincidente de actividad	5,9	3,5	2,7	2,1	1,4	1,2	1,2	1,3	...
Industria									
Índice de producción industrial	0,8	-3,1	-3,5	1,4	1,4	-0,8	2,7	...	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,4	-7,4	-9,3	-7,9	-6,7	-6,2	-5,5	-4,1	-3,5
Construcción									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,2	7,5	4,9	-18,1	7,2	9,2	-2,1	...	...
Compraventa de viviendas	1,3	-18,7	-11,4	-4,1	10,4	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m ² - tasación)	13,8	9,1	6,4	5,5	6,8	8,5	10,0	12,0	...
Servicios									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	19,1	13,1	9,5	7,8	7,8	6,7	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	15,2	7,6	1,7	6,3	4,3	-0,4	0,8	5,5	12,3
Consumo									
Ventas comercio minorista	5,5	1,1	0,6	1,8	2,2	4,3	4,9	6,4	...
Indicador coincidente del consumo privado	4,1	2,9	2,8	2,4	2,2	2,4	2,5	2,7	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-27,2	-24,6	-18,7	-14,3	-13,1	-13,9	-14,0
Mercado de trabajo									
Población ocupada	3,3	2,3	2,3	1,4	1,0	1,2	1,5	1,4	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,1	6,5	6,6	6,8	6,1	6,1	6,6	6,6	...
PIB	7,0	2,3	2,1	1,4	1,6	1,9	-	-	-

Precios

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
General	7,8	4,4	1,7	2,2	2,7	2,2	2,1	2,3	2,5
Subyacente	5,6	5,1	3,0	2,3	2,4	2,5	2,8	2,6	2,6

Sector exterior

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Comercio de bienes									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	-1,4	-5,5	-3,7	0,9	0,9	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	-4,0	-7,3	-5,6	-1,0	-1,0	...	...
Saldo corriente	-4,7	1,3	1,3	3,1	4,4	5,2	5,2	...	...
Bienes y servicios	-4,8	3,3	3,3	4,6	5,2	5,8	5,8	...	...
Rentas primarias y secundarias	0,1	-2,0	-2,0	-1,5	-0,8	-0,7	-0,7	...	...
Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación	-2,5	5,0	5,0	6,9	8,0	8,5	8,5	...	...

Crédito y depósitos de los sectores no financieros

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	09/24	10/24	11/24
Depósitos ¹									
Depósitos de hogares y empresas	6,4	-2,3	-2,3	2,7	5,6	6,0	6,0	6,5	...
A la vista y ahorro	12,0	-18,5	-18,5	-14,8	-8,6	-6,7	-6,7	-3,7	...
A plazo y preaviso	-1,2	22,2	22,2	27,1	24,0	20,9	20,9	17,9	...
Depósitos de AA. PP.	12,4	-12,4	-12,4	9,1	4,5	29,1	29,1	7,3	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,6	2,9	5,6	6,7	6,7	6,6	...
Saldo vivo de crédito ¹									
Sector privado	1,8	-1,5	-1,5	-0,8	-0,3	0,9	0,9	1,4	...
Empresas no financieras	-0,6	-2,1	-2,1	-1,7	-1,7	-1,0	-1,0	-0,6	...
Hogares - viviendas	3,3	-1,4	-1,4	-0,7	0,1	1,5	1,5	2,1	...
Hogares - otras finalidades	2,7	-0,3	-0,3	1,5	2,5	4,0	4,0	4,1	...
Administraciones públicas	-2,7	-5,5	-5,5	5,9	-5,8	-4,1	-4,1	-3,8	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,7	-0,5	-0,5	0,8	0,8	1,2	...
Tasa de morosidad (%)²	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	...	-	-	-

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.

¿Cómo se define y cómo se mide la desigualdad?

La desigualdad económica preocupa a los ciudadanos: un 81% de los europeos cree que las diferencias de ingresos son demasiado elevadas y un 78% considera que los Gobiernos deberían tomar más medidas para reducirlas (Eurobarómetro, 2022).¹ En este Dossier, analizaremos su evolución durante las últimas décadas, tanto a nivel global como en España. Sin embargo, antes de entrar en materia, repasamos las principales métricas para seguir la evolución de la desigualdad y también las distintas palancas que se pueden utilizar para promover una distribución más equitativa de los ingresos.

Los ingresos son la principal variable que determina la prosperidad económica de los individuos y por ello se usan para analizar la desigualdad económica. Una de las métricas más utilizadas es el índice de Gini, debido a su simplicidad y capacidad para resumir la dispersión de ingresos en una sola cifra. Este índice toma valores entre 0 (igualdad perfecta) y 100 (desigualdad máxima), lo que facilita la comparación entre diferentes países y periodos. El índice de Gini es muy informativo, aunque tiene limitaciones. Por ejemplo, no proporciona información detallada sobre la distribución de ingresos en los extremos de la distribución. Para tener una visión más completa, puede ser útil combinar esta métrica² con otras, como las ratios de ingresos para distintos percentiles de la distribución o el porcentaje del total de los ingresos que recibe el 1% de la población con mayores ingresos. Este último indicador se centra en la concentración de ingresos en la parte superior de la distribución, proporcionando una visión de la desigualdad extrema. Asimismo, es importante destacar que no solo la desigualdad de ingresos influye en el bienestar económico. La desigualdad de riqueza, por ejemplo, puede ser distinta a la desigualdad de ingresos, pero también es relevante.

Un distinto nivel de ingresos puede ser resultado de un distinto nivel de esfuerzo, formación o emprendimiento. En una sociedad meritocrática, es razonable que aquellos que invierten más tiempo y recursos en su formación o que asumen riesgos empresariales reciban mayores recompensas económicas. Sin embargo, una mayor desigualdad de ingresos también puede ser resultado de que las oportunidades no están equitativamente distribuidas y, por tanto, se frena el ascensor social. Este segundo motivo, además, puede ser particularmente dañino para la cohesión social. La percepción de injusticia y la falta de movilidad social pueden generar resentimiento y desconfianza en las instituciones.

Asimismo, la desigualdad económica puede llevar a algunas personas a tomar decisiones ineficientes dadas sus preferencias y sus capacidades. Las personas con ingresos bajos a menudo enfrentan restricciones severas en su capacidad para acceder a información y recursos necesarios para tomar decisiones tanto en el ámbito laboral como en el formativo. Por ejemplo, pueden no tener tiempo para buscar las mejores oportunidades laborales o para invertir en su educación debido a la necesidad de trabajar largas horas para cubrir sus necesidades básicas. Esta situación no solo perpetúa la desigualdad, sino que también resulta en una asignación ineficiente de recursos humanos, lo que puede afectar negativamente el crecimiento económico general. Así, mientras que algunas desigualdades de ingresos pueden ser justificables y beneficiosas para la economía, es crucial abordar desigualdades excesivas o que surgen de la falta de oportunidades para promover una sociedad justa y cohesionada.

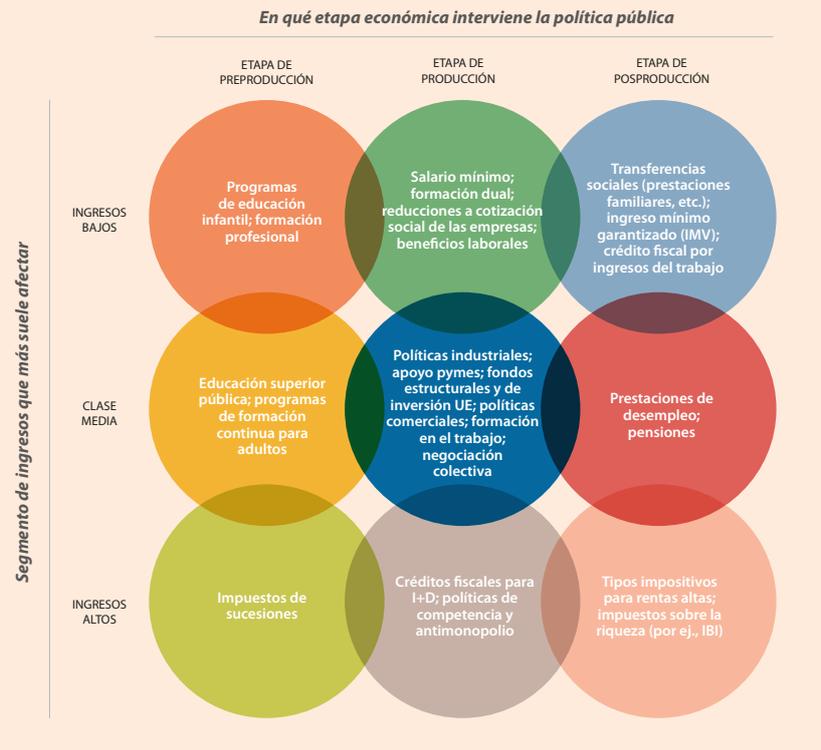
Tradicionalmente, las políticas para reducir la desigualdad se han distinguido en dos grupos: aquellas que actúan antes de que una persona se incorpore al mercado laboral y empiece a generar ingresos, y aquellas que actúan directamente sobre la distribución de ingresos. Así, las medidas de redistribución, principalmente a través de una imposición progresiva y un catálogo de ayudas públicas como los subsidios de desempleo, ERTE e ingreso mínimo vital, entre otros, reducen la desigualdad modificando directamente la desigualdad de ingresos. En cambio, las políticas públicas que tienen como objetivo reducir la desigualdad *ex ante* son aquellas que fomentan la igualdad de oportunidades y la empleabilidad. Las políticas educativas, de empleo y sociales contribuyen a una mayor movilidad social y son de creciente importancia. Por ejemplo, a nivel educativo, actuar cuanto antes mediante intervenciones en la primera infancia y la educación primaria ayuda a una mayor igualdad de oportunidades. Hay un tercer tipo de palancas que también está ganando importancia, en este caso debido a las consecuencias en la desigualdad que en algunos casos ha producido el cambio tecnológico y la globalización. Estas son las medidas que actúan directamente en lo que Rodrik y Stantcheva llaman la etapa de producción.³ Concretamente, son las políticas enfocadas a mejorar la productividad, la innovación y, en definitiva, el crecimiento de los sectores más afectados por estas tendencias seculares, como ayudas a la I+D o políticas de competencia.

1. Special Eurobarometer 529 «Fairness, inequality and inter-generational mobility in 2022». <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2652>

2. Véase Jenkins, S. P. (2024). «Getting the measure of inequality». *Oxford Open Economics*, 3(Suppl. 1), i156-i166.

3. Véase Rodrik, D. y Stantcheva, S. (2021). «A policy matrix for inclusive prosperity», National Bureau of Economic Research, n.º w28736.

Palancas para reducir la desigualdad de ingresos, en función del momento de intervención pública y el segmento de ingresos objetivo



Nota: Cada política puede afectar a más de un segmento y etapa económica. Su posición en el gráfico ilustra qué grupos están más afectados por ella.

Fuente: CaixaBank Research, adaptado a partir de datos de Rodrik y Stantcheva (2020).

En definitiva, para lograr una prosperidad inclusiva, las políticas públicas deben actuar en múltiples dimensiones en las llamadas etapas de preproducción, producción y posproducción (véase el gráfico) y también disponen de distintos instrumentos con los que incidir. Es necesario un enfoque integral de las políticas públicas para reducir las desigualdades existentes e intentar evitar que se perpetúen en el tiempo y para fomentar una economía más equitativa y sostenible.

Oriol Aspachs y Josep Mestres Domènech

Desigualdad: luces largas y luces cortas

El análisis de la desigualdad a nivel global en los últimos 30 años, contrariamente a la percepción habitual de incremento de las desigualdades, muestra una historia de éxito: el índice de Gini se redujo de manera marcada y casi ininterrumpida entre 1990 y 2019. Esto se debe al rápido crecimiento económico de países emergentes como China e India, que ha permitido sacar de la pobreza a millones de personas y aumentar la convergencia de ingresos entre países. La pandemia de COVID-19 solo supuso un freno momentáneo a esta evolución positiva en la desigualdad global (véase el primer gráfico). Según el Banco Mundial, el índice de Gini aumentó en 0,7 puntos en comparación con un escenario sin pandemia, un retroceso que deshizo los avances de los tres años anteriores. Mientras que algunos países lograron implementar medidas efectivas para mitigar los

Desigualdad de ingresos: índice de Gini

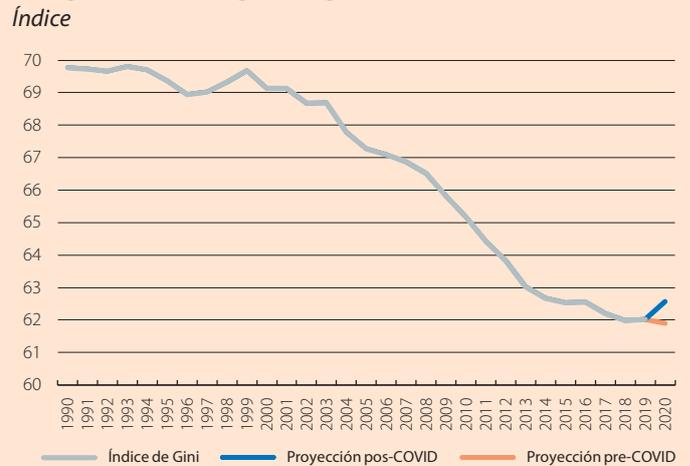


Nota: Índice de Gini después de transferencias públicas a nivel de hogar.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE (Income Distribution Database), del INE (España, 1990) y del INSEE (Francia, 1990).

en niveles más elevados que en Francia y Alemania. Una visión similar emerge de medidas alternativas que se fijan en los extremos de la distribución de ingresos. El porcentaje del total de renta del 1% de la población con mayores ingresos aumentó en EE. UU. del 14,7% en 1990 hasta el 20,9% en 2022 y en Francia del 9,3% al 12,7% (véase el tercer gráfico). De nuevo, la situación en España ha sido diferente, puesto que el porcentaje del total de renta del 1% de la población con mayores ingresos en 2022 se situó en el 10,0%, 1,7 p. p. por debajo del nivel de 1990.

Cabe señalar que durante la pandemia de COVID-19 la desigualdad de ingresos después de transferencias se redujo en los países desarrollados debido a los masivos programas de soporte de ingresos desplegados (como fue el caso de los ERTE en España). Sin las ayudas públicas, sin embargo, los

Desigualdad de ingresos global: índice de Gini



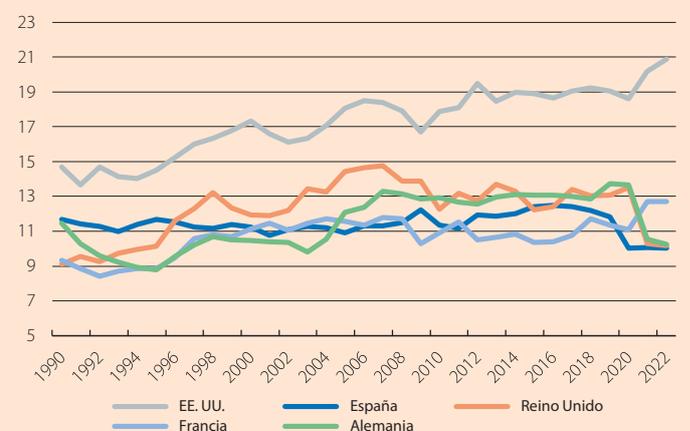
Nota: Para 2020, ambos valores corresponden a proyecciones estimadas por el Banco Mundial.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del WorldBank (Atlas of Sustainable Development Goals 2023).

efectos negativos de la pandemia, otros, en particular las economías más pobres, vieron cómo aumentaban la pobreza y la desigualdad.

Sin embargo, el análisis de la desigualdad dentro de los países, en particular los desarrollados, muestra una imagen bien distinta. La desigualdad de ingresos medida por el índice de Gini ha aumentado en las tres últimas décadas en países como EE. UU., Alemania o incluso Francia (véase el segundo gráfico).¹ Para el caso de España no ha sido así: la desigualdad en 2022 era inferior a la de tres décadas atrás, aunque haya sufrido aumentos marcados en momentos de crisis y se mantenga

Desigualdad de ingresos: total de ingresos en manos del 1% de la población con mayores ingresos

(% de los ingresos de toda la población)



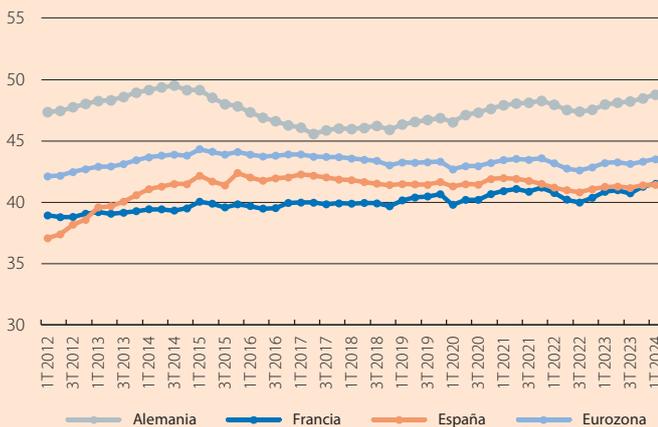
Nota: Proporción de la renta antes de impuestos del 1% de la población con mayores ingresos sobre el total de la renta.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de World Inequality Database.

1. Para el caso del Reino Unido, el índice de Gini se ha mantenido en niveles similares en las últimas tres décadas, aunque ha aumentado la desigualdad en los extremos, mejor recogida con medidas como el porcentaje de renta del 1% con mayores ingresos.

ingresos de las familias trabajadoras se habrían reducido de forma notable.²

Otro vector importante de desigualdades económicas es la dispar distribución de la riqueza. La desigualdad de riqueza, en parte, es resultado de la acumulación de desigualdades de ingresos, aunque otros factores también influyen, como la recepción de herencias o los tipos de activos en los que se invierte.³ Los cambios en los precios de los activos, como la vivienda y los activos financieros, afectan de manera diferente a los hogares según su posición en la distribución de la riqueza. En general, las personas con más ingresos suelen tener una mayor proporción de su riqueza invertida en activos financieros. Así, los hogares que poseen un menor nivel de riqueza suelen ser más sensibles a los cambios en los precios de la vivienda, mientras que los hogares más ricos suelen verse más afectados por los cambios en la rentabilidad de los activos financieros.

Desigualdad de riqueza: riqueza en poder del 5% de la población con mayores recursos
(% de la riqueza de la población)

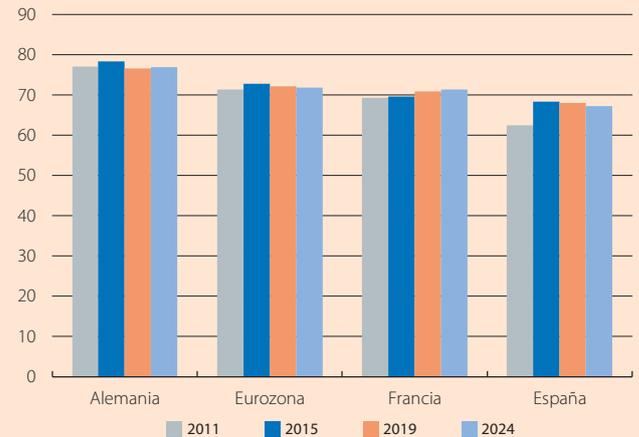


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE (Distributional Wealth Accounts).

ingresos aumentó en los últimos 30 años, con la destacable excepción de España. Por otro lado, la desigualdad de riqueza ha seguido una trayectoria más homogénea en la eurozona, con marcados incrementos tras la crisis financiera global que se han reducido parcialmente desde 2015. Ambas variables son de crucial relevancia económica para los hogares y es importante seguir su evolución y adaptar las políticas públicas a la realidad observada.

Oriol Aspachs y Josep Mestres Domènech

Desigualdad de riqueza: índice de Gini por países
Índice



Nota: Índice de Gini de riqueza neta a nivel de hogar.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE (Distributional Wealth Accounts).

Si analizamos la evolución de la desigualdad de riqueza, la situación es más homogénea entre los principales países de la eurozona que en la desigualdad de ingresos. Concretamente, el índice de Gini aumentó tras la crisis financiera, pero desde 2015 se ha reducido en la mayoría de los países (véase el cuarto gráfico). En España, el índice de Gini de la riqueza se situó en los 67,2 puntos en 2024, por debajo del nivel de Francia (71,3 puntos) o Alemania (76,9 puntos). Las métricas que miden en el porcentaje de la riqueza en manos del 5% de la población con más recursos (y al menos 1 millón de euros en patrimonio) también muestran incrementos en la desigualdad de riqueza tras la crisis financiera en la eurozona, y en particular en España, pero una mayor estabilidad a partir de 2015 hasta 2024 (véase el quinto gráfico).

En resumen, aunque la desigualdad de ingresos ha mostrado tendencias divergentes a nivel global y dentro de los países desarrollados, en la mayoría de los países la desigualdad de

2. Véase Stantcheva, S. (2022). «Inequalities in the times of a pandemic». Economic Policy, 37(109), 5-41.
3. Véase BCE (2024). «Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households», ECB Economic Bulletin, Issue 5/2024.

La desigualdad de ingresos se reduce en España

La evolución económica de los últimos años ha sido accidentada. En cinco años, cinco *shocks* consecutivos de primera magnitud: la pandemia, la crisis en las cadenas de suministro global, la crisis energética, el *shock* inflacionista y el aumento de los tipos de interés. Cada uno de estos *shocks*, además del impacto en la actividad económica a nivel agregado, podría tener consecuencias muy severas en los colectivos más vulnerables de la población. Sabemos que la desigualdad aumentó de forma importante durante la pandemia, ¿qué ha ocurrido desde entonces? Para los países desarrollados, disponemos de datos hasta 2022, y en la mayoría de ellos la desigualdad sigue presentando una tendencia al alza a largo plazo. En cambio, para España disponemos de datos hasta noviembre de 2024 y el mensaje, afortunadamente, es muy distinto.

Durante la pandemia, CaixaBank Research desarrolló un monitor para poder seguir en tiempo real la evolución de la desigualdad en los ingresos salariales. Desde entonces, lo hemos seguido actualizando mensualmente en nuestra página web. Concretamente, analizamos cada mes la evolución de los millones de nóminas que se ingresan en CaixaBank, debidamente anonimizadas, así como las transferencias sociales que se hacen por prestación de desempleo o de ERTE. Toda esta información la procesamos con técnicas de *big data* para construir los principales indicadores de desigualdad.¹

Variación del índice de Gini en España por colectivos



Nota: Variación del índice de Gini (teniendo en cuenta las transferencias del sector público) respecto a febrero de 2020, corregido por la variación estacional promedio experimentada durante el mismo periodo en 2018 y 2019.

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

Baleares o Canarias, fueron más impactadas. En todos estos casos, sin embargo, el efecto amortiguador de las transferencias del sector público fue muy importante.

Desde entonces, la desigualdad se ha reducido de forma muy notable. En 2022, los distintos indicadores que siguen la desigualdad de ingresos ya se situaron en los niveles previos a la pandemia.² [El monitor de CaixaBank Research](#) ya lo adelantó entonces, y los datos que ahora se han ido publicando lo han corroborado, lo que aumenta la confianza en el indicador desarrollado por CaixaBank Research.

1. Véase <https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>.

2. Como, por ejemplo, el índice de Gini de ingresos de la Encuesta de condiciones de vida.

Variación del índice de Gini en España



Notas: Variación del índice de Gini respecto a febrero de 2020 corregido por la variación estacional promedio experimentada durante el mismo periodo en 2018 y 2019. El índice de Gini se calcula a partir de la distribución mensual de los ingresos salariales antes y después de las transferencias públicas.

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

Durante la pandemia, pudimos observar el fuerte aumento que se produjo en la desigualdad de ingresos salariales. Asimismo, constatamos que el incremento hubiera sido aún mayor de no haberse puesto en marcha los distintos programas de apoyo. El índice de Gini calculado sin tener en cuenta las transferencias del sector público aumentó en más de 10 puntos entre los meses de febrero y mayo de 2020. En cambio, cuando tenemos en cuenta las transferencias del sector público, observamos que el aumento fue muy inferior, de 2,3 puntos para el conjunto de España en aquellos meses. Otra de las virtudes del monitor es su elevada granularidad, lo que nos permite analizar la evolución de la desigualdad por grupos de edad, de origen o también en las distintas comunidades autónomas (CC. AA.). Eso permitió constatar el impacto diferencial que tuvo la pandemia en todos estos ámbitos. Por ejemplo, observamos que los colectivos más afectados fueron las personas más jóvenes y las personas nacidas fuera de España. A nivel geográfico, vimos cómo las CC. AA. en las que los sectores del ocio y la restauración tienen un mayor peso, como las

Desde 2022, el indicador en tiempo real de CaixaBank Research muestra que la desigualdad ha mantenido la tendencia a la baja, tanto en el conjunto de España como también entre los distintos colectivos y zonas geográficas. Así, en el conjunto de España, en el mes de noviembre el índice de Gini ya se situaba 2,9 puntos por debajo de los niveles previos a la pandemia. Mientras que por edades el descenso es parecido, destaca la reducción de la desigualdad entre el colectivo de personas nacidas en el extranjero, que ya se sitúa 3,8 puntos por debajo de los registros previos a la pandemia. A nivel geográfico, destaca la buena evolución que presentan las comunidades con un elevado peso del sector turístico, con reducciones de la desigualdad que ya superan los 4 puntos en las Baleares y Canarias.

El descenso de la desigualdad que se ha producido en los últimos años es importante. Ello se pone de manifiesto cuando analizamos la evolución del índice de Gini desde una perspectiva histórica o cuando comparamos los niveles que presenta en distintos países. En general, el índice de Gini suele ser bastante estable a lo largo del tiempo. Por ejemplo, en España, entre 1990 y 2019 descendió 1,9 puntos. En EE. UU., uno de los países en los que la desigualdad ha aumentado más, entre estos dos años el índice de Gini se incrementa en 3,5 puntos. A la vista de la buena evolución que presenta España en los últimos años, es probable que cuando conozcamos los datos para Alemania y Francia constatemos que se ha conseguido recortar sensiblemente la distancia con estos países, donde el índice de Gini se encontraba 2,5 y 2,9 puntos respectivamente por debajo del de España en 2019.

El principal factor que está permitiendo que la desigualdad se reduzca es el buen comportamiento del mercado laboral y, especialmente, la reducción de la tasa de paro. Como puede observarse en el tercer gráfico, la relación entre ambas variables es muy estrecha. En la medida en que la diferencia entre estar sin trabajo o percibir unos ingresos laborales es notable, la reducción de la tasa de paro se convierte en la variable clave para reducir la desigualdad. Concretamente, durante la pandemia, el 90% de los cambios en el índice de Gini los explican los movimientos de la tasa de paro.³ En tanto en cuanto se espera que la economía española siga creciendo los próximos años y que la tasa de paro siga reduciéndose, la desigualdad debería seguir evolucionando de forma favorable.

Oriol Aspachs y Josep Mestres Domènech

Evolución del índice de Gini y la tasa de paro en España



Nota: En la Encuesta de condiciones de vida, los ingresos que se utilizan en el cálculo de variables como rentas y tasa de riesgo de pobreza corresponden siempre al año anterior.

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

3. Véase (2022). «Real-time inequality and the welfare state in motion: evidence from COVID-19 in Spain», Economic Policy, volumen 37, número 109, enero.

¿Cómo ha evolucionado la clase media en España?

La clase media es objeto recurrente de escrutinio. De su fortalecimiento, o de su debilidad, dependen los pilares que sostienen la sociedad. Una clase media amplia suele ir asociada a una mayor cohesión social, a un mejor funcionamiento de las instituciones (y una mayor confianza hacia ellas) y a una mayor capacidad de crecimiento económico. Analizar su evolución y su situación actual es, por tanto, analizar la situación de los cimientos de la sociedad.

No es una tarea sencilla, porque no hay una única métrica que resuma la situación de la clase media en un solo número. Hay distintas definiciones y, en cualquier caso, cada una de ellas hay que analizarla con detenimiento desde distintos ángulos. Algunas de las definiciones de clase media que se han propuesto, quizás las más completas desde un punto conceptual, son muy difíciles de medir. Por ejemplo, la proporción de personas que comparten unos determinados valores poseen una relativa estabilidad financiera y una buena calidad de vida. Sin embargo, hay otras definiciones menos amplias, pero más fáciles de cuantificar. En este artículo utilizaremos la medida propuesta por la OCDE, que sitúa la clase media en la proporción de la población que dispone de unos ingresos que se sitúan entre el 75% y el 200% de los ingresos medianos del conjunto de la población en cada año.¹

Como se puede observar en el primer gráfico, durante los últimos años no parece que el tamaño de la clase media en España haya experimentado grandes cambios, aunque sí se dibuja una gradual tendencia al alza. En 2007, antes de la crisis financiera, el 59,2% de la población era de clase media. Entre los años 2014 y 2019, esta fluctuó alrededor del 59,7% en promedio, y en 2022 (últimos datos disponibles), había aumentado hasta el 61,1%. Además, ello ha ido de la mano de una leve reducción tanto de la clase baja como de la clase alta. Concretamente, la proporción de personas de clase baja descendió en 0,6 p. p. entre 2007 y 2022, hasta el 30,0%. Por su parte, el tamaño de la clase alta se ha reducido en 1,4 p. p. hasta el 8,8% de la población.

A pesar del leve fortalecimiento de la clase media que se ha producido en los últimos años, la percepción es, a menudo, la contraria. ¿Qué puede explicarlo? Una posible explicación es la pérdida de poder adquisitivo que se produjo durante la crisis financiera e inmobiliaria en el conjunto de la población y que fue similar en todos los tramos de ingresos. A partir de 2009, los ingresos reales por hogar empezaron a descender de forma pronunciada. Como se puede observar en el segundo gráfico, en 2013 ya eran más de un 15% inferiores a los de 2007, antes de que estallara la crisis financiera. De todas formas, la caída que experimentaron los ingresos fue similar entre las distintas clases. La recuperación posterior también fue bastante similar, y no fue hasta el año 2022 que todos los grupos recuperaron los niveles previos a la crisis financiera. En la medida en que la evolución de los ingresos ha sido similar entre los distintos grupos, no ha habido grandes cambios en el tamaño de la clase media en los últimos años.²

España: el lento aumento de la clase media

(% de la población total)

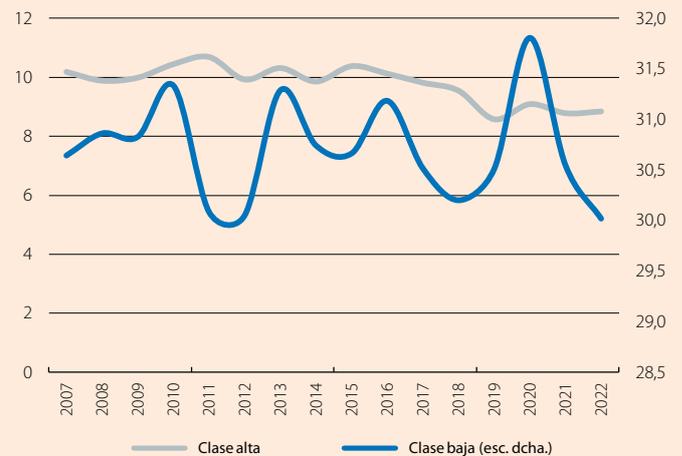


Nota: Clase media se define como las personas con ingresos entre el 75% y el 200% de la mediana.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta de condiciones de vida).

España: el lento declive de las clases alta y baja

(% de la población total)

(% de la población total)



Nota: Clase baja se define como las personas con ingresos inferiores al 75% de la mediana y la clase alta como las personas con ingresos superiores al 200%.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta de condiciones de vida).

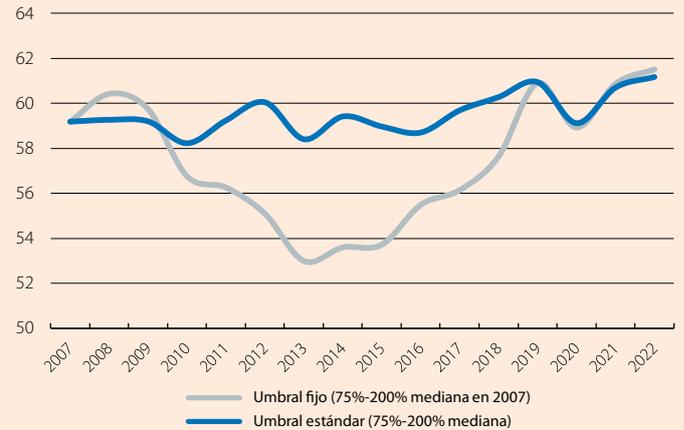
1. Para una discusión más rica de las distintas métricas de clase media, véase el artículo «¿Quién es la clase media?», en el Dossier del IM09/2019.

2. Los ingresos reales de un hogar de clase media por unidad de consumo correspondían a 18.865 euros en 2007, 16.200 en 2013 y volvieron a alcanzar 18.930 euros en 2022.

Con el objetivo de profundizar en la percepción de que la clase media se ha debilitado en los últimos 15 años, analizamos cómo habría cambiado la clase media si hubiéramos mantenido fijos los umbrales de ingresos que delimitan las distintas clases a los niveles de 2007 (en lugar de variarlos cada año según la evolución de la distribución de ingresos anual). Como se produjo una caída significativa de los ingresos, muchas personas pasaron a tener unos ingresos por debajo del umbral que en 2007 separaba la clase baja de la clase media. Con los umbrales fijos, como se puede observar en el segundo gráfico, sí que se observa una notable caída de la clase media entre 2008 y 2013, del 59,2% al 53,0%, y una recuperación posterior. En la medida en la que las personas ajustan las referencias sociales de forma gradual, es probable que esto ayude a explicar por qué, a pesar de que la clase media apenas ha variado en los últimos años, a veces la percepción es otra.

España: evolución de la clase media

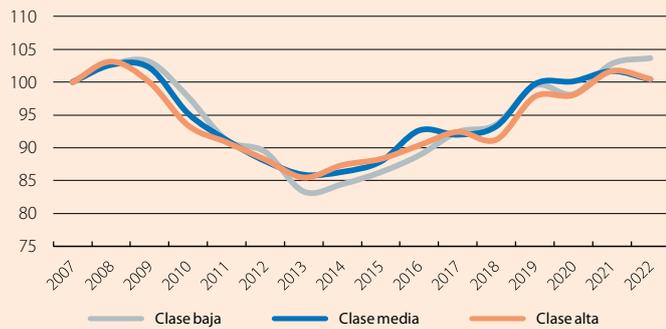
(% de la población total)



Nota: Clase media se define como las personas con ingresos entre el 75% y el 200% de la mediana.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta de condiciones de vida).

España: evolución de los ingresos por hogar y por grupos sociales

Índice (100 = 2007)



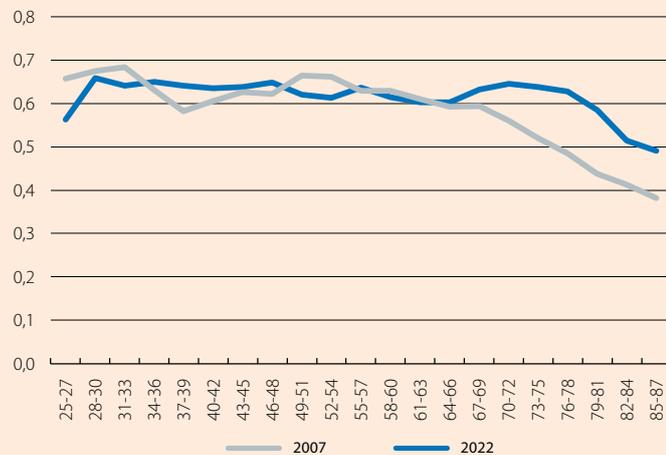
Notas: Ingresos netos del hogar por unidad de consumo en términos reales. Clase baja se define como los hogares con unos ingresos inferiores al 75% de la mediana, clase media como aquellos hogares con ingresos entre el 75% y el 200% de la mediana, y clase alta como el resto.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta de condiciones de vida).

Cuando se analiza la evolución de la clase media por edades también emergen diferencias importantes. Como se puede observar en el tercer gráfico, entre los años 2007 y 2022 se ha reducido ligeramente la proporción de personas jóvenes que pertenecen a la clase media y ha aumentado considerablemente la proporción de personas de más edad que pertenecen a este grupo. En cambio, se observa un aumento de las personas jóvenes que pertenecen a la clase baja, mientras que se produce una caída entre las personas de más edad en este segmento.

Otra forma de analizar la evolución de los ingresos entre las distintas generaciones consiste en comparar sus ingresos en términos reales a lo largo de la vida. Si dividimos las personas nacidas entre 1948 y 1991 en cuatro grupos generacionales y comparamos la evolución de los ingresos de cada generación a lo largo de su vida, se observan cambios relevantes. Concre-

España: proporción de clase media en cada edad

(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta de condiciones de vida).

España: proporción de clase baja en cada edad

(%)

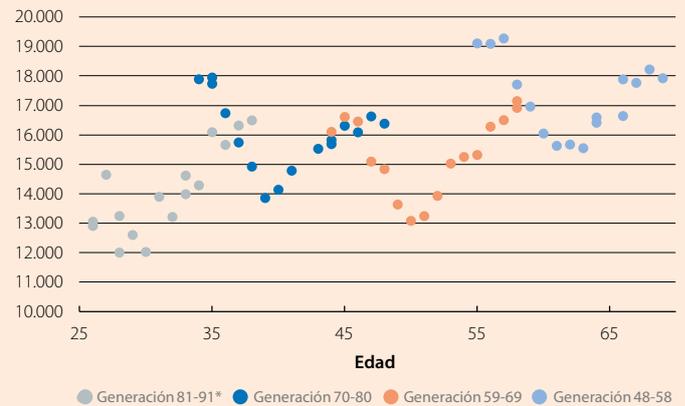


tamente, las generaciones más jóvenes tienen un nivel de ingresos inferior al de las generaciones precedentes cuando estas tenían su edad. Por ejemplo, las personas nacidas entre 1981 y 1991 tienen un nivel de ingresos inferior al de las personas nacidas entre 1970 y 1980, cuando tenían entre 34 y 38 años. Este patrón se repite en todas las generaciones.

En definitiva, la evolución de la clase media en España refleja una leve tendencia al alza en los últimos años. A pesar de la percepción de estancamiento, los datos muestran un aumento del porcentaje de la población perteneciente a la clase media del 59,2% en 2007 al 61,1% en 2022. Este fortalecimiento ha ido acompañado de una reducción tanto en la clase baja como en la alta. Sin embargo, la percepción negativa puede explicarse por la pérdida de poder adquisitivo durante la crisis financiera. Además, se observan diferencias generacionales, con una disminución de jóvenes en la clase media y un aumento en la clase baja, mientras que ocurre lo contrario en las personas de mayor edad.

Oriol Aspachs y Josep Mestres Domènech

España: ingresos promedio en cada edad, por generaciones (Euros)



Notas: Ingresos reales por unidad de consumo. * Generación 81-91 se refiere a las personas nacidas entre 1981 y 1991.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE (Encuesta de condiciones de vida).

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.



Observatorio Sectorial 2S 2024

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



Informe Sectorial Agroalimentario 2024

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



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.

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

