

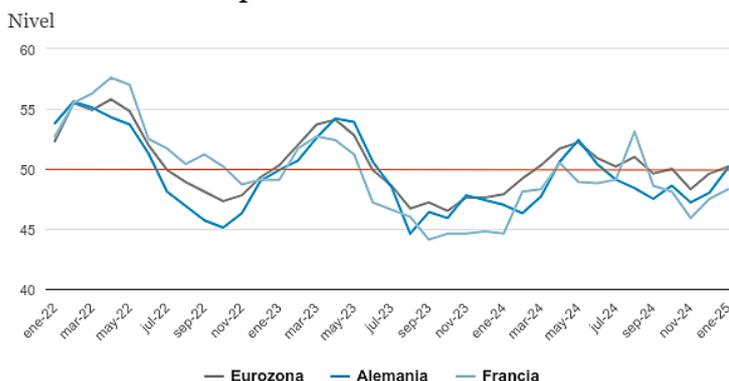
Economía internacional

Donald Trump inicia su segundo mandato como 47.º presidente de EE. UU. En sus primeras horas como presidente, Trump mostró su determinación para imponer su ambiciosa agenda, que pone el foco en hacer «grande otra vez» a América. Todo apunta a que su mandato estará marcado por políticas proteccionistas, tanto migratorias como comerciales, con una relación más estrecha con las tecnológicas y una agenda exterior que puede obligar a repensar el actual orden global.

- ▶ Las primeras medidas ejecutivas firmadas por el presidente se centraron en dos ejes: inmigración y energía. En el primer eje, cumpliendo con sus promesas electorales de fortalecer la protección de fronteras y frenar la inmigración ilegal, Trump declaró la emergencia nacional en la frontera sur. Esto le permite tomar medidas como enviar a la Guardia Nacional a la frontera, extender la construcción del muro y ordenar deportaciones. Otras medidas anunciadas, en una línea similar, incluyeron la reinstauración de la política ‘Quédate en México’ y el fin del derecho a la ciudadanía por nacimiento (aunque esta última, al tratarse de un derecho constitucional, ya ha encontrado resistencia en el sistema judicial). Con respecto a la energía, el enfoque fue puesto en el impulso a la producción de energías fósiles y en el retiro de apoyo a las renovables. Con ese fin, declaró una emergencia nacional de energía, para agilizar la aprobación de proyectos de perforación petrolera *offshore* y en tierras protegidas (previamente prohibido) y abandonó los acuerdos climáticos de París. Para alcanzar sus objetivos, también estableció la Agencia de Eficiencia Gubernamental (DOGE), que será liderada por Elon Musk, con la tarea de reducir el gasto público y la burocracia.
- ▶ No se firmó ninguna medida de política comercial, aunque en su discurso inaugural sí confirmó que los aranceles serán una parte clave del nuevo mandato y sugirió un arancel de un 25% sobre las importaciones canadienses y mexicanas desde el 1 de febrero. Se hicieron pocas referencias a la política exterior (destacó la declaración sobre la recuperación del canal de Panamá), con el foco puesto en la política interior en esta primera etapa. La incertidumbre se mantiene elevada en torno a la política comercial, exterior y fiscal.

La economía de la eurozona comienza el año todavía débil. De hecho, el índice de clima empresarial PMI apenas supera el umbral de 50 que apunta a crecimientos positivos (50,2 vs. 49,6 en diciembre), debido a un sector manufacturero que se mantiene en crisis y a un sector servicios que, aunque continúa expandiéndose, lo hace a un ritmo muy lento. Por países, destaca la mejora en Alemania, donde la modesta reactivación del sector servicios y el menor deterioro del sector industrial permiten que la actividad global recupere, por primera vez en seis meses, el umbral de 50 (50,1 vs. 48 en diciembre). Esto podría apuntar a que lo peor para la economía alemana ya ha quedado atrás, pero con unas perspectivas bastante débiles e inciertas, dado que persiste la incertidumbre acerca de la política arancelaria que aplicará Trump y el país celebra elecciones el 23 de febrero. En este sentido, el índice de confianza ZEW cayó en enero y señala que el porcentaje de encuestados que esperan que la situación se mantenga sin cambios subió 3,6 puntos, hasta el 57,7%, mientras que los que confían en una mejora caen 4,5 puntos, hasta el 26,3%. Por su parte, el PMI en Francia se mantiene por debajo del umbral de 50 por quinto mes consecutivo, debido a las dificultades que sigue atravesando su sector industrial (aunque ha mejorado en enero) y al descenso de la actividad en servicios, en un contexto de elevada incertidumbre dado el retraso en la aprobación de los presupuestos para 2025.

Eurozona: PMI compuesto



Nota: Los datos del último mes corresponden a la estimación *flash*.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

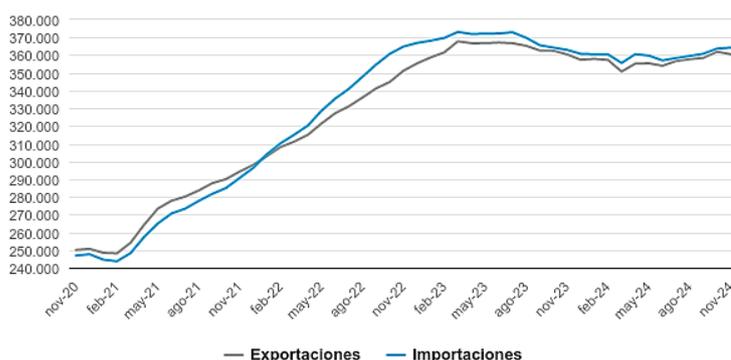
Economía española

Ligera desaceleración del sector servicios español en noviembre. El índice de producción del sector servicios avanzó un 2,1% interanual en términos desestacionalizados en noviembre, un avance menor que el de octubre (3,6%) y que el de la media de los primeros tres trimestres de 2024 (2,7%). En términos intermensuales desestacionalizados, el aumento fue del 0,1%. La desaceleración se dio, sobre todo, en el comercio, que creció un 0,4% (3,9% en octubre), mientras que el ritmo de crecimiento del resto de servicios se situó en el 3,0% (3,9% en octubre).

Caída de las exportaciones de bienes españolas en noviembre. Tras cuatro meses de crecimiento, en noviembre las ventas al exterior se redujeron un 6,4% interanual, mientras que las importaciones crecieron un 1,3%. La caída de las exportaciones se produjo, sobre todo, en los bienes energéticos (-28,7% interanual), aunque los bienes no energéticos también se redujeron (-4,4% interanual). Por otro lado, el crecimiento de las importaciones estuvo impulsado por los bienes no energéticos (+1,8% interanual), ya que las energéticas disminuyeron un 2% interanual. Como resultado, el déficit comercial mensual ascendió a 5.131 millones de euros (frente a los 2.426 millones de noviembre de 2023), interrumpiendo la tendencia de reducción del déficit. En términos acumulados en los últimos 12 meses, el déficit aún sigue siendo inferior al de hace un año (-39.556 millones de euros actuales frente a los -41.668 millones en noviembre de 2023).

España: comercio exterior de bienes*

Datos acumulados 12 meses (millones de euros)



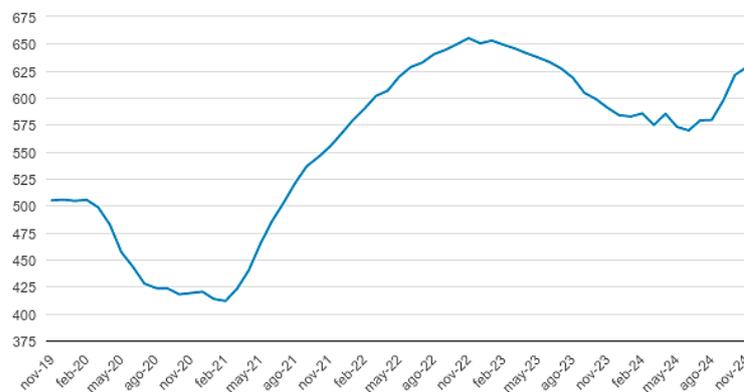
Notas: *Datos nominales, serie sin desestacionalizar. Sin incluir energía.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Departamento de Aduanas.

La morosidad en España vuelve a bajar en noviembre. La tasa de morosidad del sector privado descendió ligeramente en noviembre de 2024 hasta el 3,38% (3,41% en octubre y 3,61% a principios de año). El leve descenso en la ratio de morosidad se debió al aumento del *stock* de crédito (+14.700 millones de euros), ya que el volumen de dudosos se mantuvo estable.

Las transacciones de vivienda en España continúan creciendo a tasas de dos dígitos. Las compraventas de vivienda volvieron a crecer con fuerza en noviembre (15% interanual) y consolidan los excepcionales incrementos observados en meses anteriores (51% interanual en octubre). Tras un 2023 donde la actividad residencial estuvo lastrada por los elevados tipos de interés, el giro en la política monetaria en los últimos meses explica gran parte de la reactivación del sector en 2024. Entre enero y noviembre, las transacciones aumentaron un 8,1% interanual de forma generalizada por tipo de vivienda, aunque crecen con más fuerza las de vivienda nueva (15% frente al 0,8% de la usada). Entre regiones y en el acumulado del año, solo las Baleares registraron un descenso en las transacciones, lo que contrasta con Galicia, Castilla-La Mancha, Asturias o La Rioja, que experimentaron los mayores incrementos.

España: compraventa de viviendas

Datos acumulados de 12 meses (miles de viviendas)



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

Mercados financieros

El BCE seguirá bajando tipos, mientras que la Fed se para. Todo apunta a que el BCE bajará los tipos en 25 p. b. (*depo* en el 2,75%) el próximo 30 de enero. Así lo sugieren las cotizaciones financieras (le dan más de un 95% de probabilidad), el consenso de analistas (CaixaBank Research incluido) y los mensajes implícitos del propio BCE. Con este recorte, ya serán cinco bajadas en el ciclo de distensión (un total de -125 p. b.), alejando los tipos de interés de los niveles claramente restrictivos de los últimos dos años y acercándolos a una zona más neutral. Esta distensión de la política monetaria refleja la mejora en los datos de inflación (IPCA núcleo +2,7% interanual en diciembre de 2024 vs. 3,4% en diciembre de 2023) y una mayor confianza en que se alcanzará el objetivo del 2% sostenidamente en 2025 (confianza reforzada por el enfriamiento de los datos de actividad y la ausencia de efectos de segunda ronda entre salarios y márgenes empresariales). En adelante, y siempre que la economía europea no cambie de escenario, es probable que el BCE siga bajando los tipos, pero que lo haga a menor velocidad (tanto por la prudencia que aconseja una inflación de los servicios todavía en el 4,0% interanual –que representan el 45% del IPCA–, como por el deseo de no relajar excesivamente la política monetaria; véase la [Nota Breve](#)). Por su parte, se espera que, el día antes, la Fed tome la primera pausa en el ciclo de recortes de tipos de interés y mantenga el *fed funds* en el intervalo de 4,25%-4,50%, tras haber recortado 100 p. b., consecutivamente, en 2024. Así, la Fed entrará en lo que Powell denominó una nueva etapa de política monetaria, caracterizada por la cautela y una velocidad más lenta de bajadas en el camino al tipo neutral. Este cambio de postura se basa, por un lado, en menores riesgos a la baja en el mercado laboral (con un repunte en la creación de empleo y estabilización de la tasa de paro en el 4T 2024). Y, por el otro, en mayores riesgos al alza de inflación, dada la persistencia que mostró la inflación núcleo en la segunda mitad de 2024 (estancada en el 3,3% interanual desde agosto, con mínima caída hasta el 3,2% en diciembre), así como por la incertidumbre alrededor de políticas económicas de la nueva presidencia Trump. Los mercados financieros tampoco anticipan un recorte y esperan que la próxima bajada ocurra en verano, entre junio y julio.

La investidura de Trump no desencadenó ningún terremoto en el mercado. Finalmente, el escenario en el que Trump comenzaba su mandato con subidas arancelarias no se materializó, pese a tener una probabilidad no desdeñable, lo que ha dado un respiro a los inversores en la semana. Así, la rentabilidad de la deuda soberana se ha mantenido prácticamente plana a ambos lados del Atlántico y en los distintos plazos. En una semana sin referencias macroeconómicas de entidad, el foco inversor pasó rápidamente a las reuniones de los bancos centrales de la próxima semana, donde los implícitos del mercado monetario descuentan como seguras tanto una bajada de 25 p. b. del BCE como que la Fed no acometa cambios. En cuanto a la renta variable, ganancias generalizadas en los índices globales, con avances en la mayoría de los índices europeos después de que Trump señalase el día de su investidura a otras economías como primer objetivo de sus aranceles. Los índices estadounidenses también avanzaron, impulsados por las buenas ganancias empresariales en el 4T 2024 y por los anuncios de Trump de mayor inversión pública en inteligencia artificial. Estos anuncios también favorecieron que el índice Nikkei japonés registrase el mayor avance entre las bolsas de las economías desarrolladas, animado por las buenas perspectivas de sus compañías tecnológicas (en particular SoftBank, que sería una de las designadas para desarrollar el proyecto Stargate) y de las expuestas a la demanda interna. Y ello, a pesar de que se descontaba la subida de tipos del Banco de Japón de 25 p. b. que llevó a

cabo este viernes, lo que debería resultar apreciator para el yen y suponer un ligero lastre para la amplia base de exportadores de Japón. En cuanto al resto de divisas, el euro se ha apreciado en la semana frente a sus principales pares, incluido el dólar, sobre las mejores expectativas arancelarias para la UE ya mencionadas. También el peso mexicano acumuló ganancias frente al dólar, tras experimentar una elevada volatilidad al albur de los diferentes comentarios de Trump, que en su intervención virtual en Davos señaló que EE. UU. estaba tratando «muy bien» con México. Por último, en el mercado de materias primas, los precios del crudo cayeron tanto por la disminución de los inventarios en EE. UU. como por los comentarios de Trump asegurando que presionará a Arabia Saudí y la OPEP a rebajar el precio del crudo. Los precios del gas natural en Europa, por su lado, repuntaron en un entorno en el que los inventarios están por debajo de su nivel histórico en este momento del año y comienza a cotizar que su reposición en los meses de verano, sin el flujo de gas ruso, será más costosa de lo habitual.

		23-1-25	17-1-25	Var. semanal	Acumulado 2025	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	2,67	2,70	-3	-4	-126
	EE. UU. (SOFR)	4,30	4,29	+1	-1	-102
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,49	2,52	-3	3	-118
	EE. UU. (SOFR)	4,21	4,19	+2	4	-64
Tipos 2 años	Alemania	2,25	2,23	+2	17	-46
	EE. UU.	4,29	4,28	+1	5	-9
Tipos 10 años	Alemania	2,55	2,54	1	18	21
	EE. UU.	4,64	4,63	1	7	46
	España	3,18	3,18	1	12	-8
	Portugal	2,97	2,96	1	12	-21
Prima de riesgo (10 años)	España	63	64	-1	-6	-29
	Portugal	42	42	0	-6	-42
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		6.119	5.997	2,0%	4,0%	25,7%
Euro Stoxx 50		5.218	5.148	1,3%	6,6%	14,3%
IBEX 35		11.992	11.916	0,6%	3,9%	20,2%
PSI 20		6.520	6.564	-0,7%	2,2%	3,0%
MSCI emergentes		1.081	1.070	1,0%	0,5%	10,1%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,042	1,027	1,4%	0,6%	-4,3%
EUR/GBP	libras por euro	0,843	0,844	-0,1%	1,9%	-1,4%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,286	7,325	-0,5%	-0,2%	1,8%
USD/MXN	pesos por dólar	20,386	20,786	-1,9%	-2,1%	18,3%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		103,5	103,7	-0,2%	4,8%	5,1%
Brent a un mes \$/barril		78,3	80,8	-3,1%	4,9%	-2,2%
Gas n. a un mes €/MWh		49,1	46,9	4,8%	0,5%	69,8%

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

Datos previstos del 27 de enero al 2 de febrero de 2025

Fecha	País	Indicador	Periodo	Previsión	Último dato	
27		Alemania	Ifo sentimiento empresarial	Ene.	84,4	84,7
		EE. UU.	Venta de viviendas nuevas	Dic.	670 mil	664 mil
28		España	EPA	4T	-	-
		EE. UU.	Confianza del consumidor	Ene.	105,6	104,7
		EE. UU.	Case-shiller	Nov.	-	4,2%
29		España	Avance del PIB (interanual)	4T	-	3,3%
30		España	Avance del IPC (interanual)	Ene.	-	2,8%
		Eurozona	Avance del PIB (interanual)	4T	1,1%	0,9%
		Eurozona	Índice de sentimiento económico	Ene.	-	93,7
		Eurozona	Desempleo	Dic.	6,3%	6,3%
		EE. UU.	Avance del PIB	4T	2,6%	3,1%
		México	PIB	4T	-	1,6%
		España	Ventas minoristas	Dic.	-	2,0%
31		España	Balanza de pagos	Nov.	-	4,9 MM
		Alemania	Avance del IPC (interanual)	Ene.	2,4%	2,6%
		Francia	Avance del IPC (interanual)	Ene.	-	1,3%
		China	PMI manufacturas	Ene.	50,1	50,1

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

PULSO ECONÓMICO es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.