

El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.

Las claves económicas del mes de marzo 2024

Continuidad en el escenario macroeconómico global

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

Continuidad en el escenario macroeconómico global. Los indicadores referentes a la economía estadounidense mantienen un elevado dinamismo y apuntan a que el crecimiento del PIB se podría situar alrededor del 0,8% intertrimestral en el 1T 2024. En cambio, los indicadores de la eurozona apuntan a un arranque de año plano, y en el que no se puede descartar un ligero descenso de la actividad. En España, los datos referentes al primer trimestre del año han sorprendido en positivo, con una notable recuperación de los indicadores de actividad tanto de servicios como de la industria, y también del mercado laboral.

Se consolida el ajuste de expectativas de tipos de interés. La resistencia a la baja de la inflación subyacente, la fortaleza del mercado laboral en EE.UU. y en la eurozona, y la insistencia de los responsables de la Fed y el BCE ha hecho que los inversores hayan seguido reajustando las expectativas de tipos de interés. Concretamente, han retrasado el momento en el que esperan que los bancos centrales empezarán a bajar los tipos (ahora esperan que la Fed y el BCE hagan el primer movimiento alrededor de junio de este año), y el ritmo al que los bajarán (ahora esperan un descenso de 100 p.b. hasta diciembre para ambas instituciones). Las expectativas de

los mercados se han alineado con el escenario de CaixaBank Research, que contempla la primera bajada de tipos en junio, y cuatro movimientos a la baja de 0,25 p.p. hasta finales de año, tanto para el BCE como para la Fed.

Riesgos en el sector inmobiliario comercial de EE.UU. A finales de enero la cotización en bolsa del New York Community Bancorp (NYCB), un banco especializado en el sector inmobiliario de oficinas del área metropolitana de Nueva York, cayó un 38% en tan solo un día tras reportar pérdidas y aumentar provisiones. ¿Es un nuevo indicio de los riesgos latentes en el sector inmobiliario comercial de EE. UU.?

El sector inmobiliario comercial es diverso e incluye a diferentes segmentos. El segmento minorista se ha visto beneficiado por la fortaleza del consumo, y el segmento industrial se ha visto potenciado por el fuerte crecimiento del e-commerce tras la pandemia. Por el contrario, el segmento de oficinas sí atraviesa una coyuntura difícil, y lo hace en medio de cambios estructurales ligados a los nuevos hábitos de trabajo adoptados después de la pandemia. Las tasas de desocupación de oficinas se encuentran en máximos, acercándose al 20% en el conjunto del país. Además, la tasa de ocupación de nuevas construcciones está en mínimos: según datos de Bloomberg, de los 24,5 millones de pies cuadrados de construcción finalizada en el 2023 solamente se ocuparon 4,8 millones. La sobreoferta ha limitado los precios de alquiler y ha depreciado el valor de las propiedades. Tanto es así que los precios de las propiedades de oficinas han caído hasta un 40% desde el pico alcanzado en 2021. En este contexto, el riesgo de refinanciación no es menor. Se estima que en el 44% de los préstamos de oficina el valor de mercado de la propiedad es menor que el saldo del préstamo pendiente asociado a la propiedad.

El mercado de préstamos al sector inmobiliario comercial representa el 25% de la cartera total de préstamos de los bancos estadounidenses. Los 25 bancos más grandes, tienen el 30% de los préstamos inmobiliarios comerciales en manos de la banca comercial, y este sector representa el 13% de su cartera de préstamos, y específicamente el de oficinas un 3%. Para el resto de los bancos pequeños regionales, que tienen el restante 70% de los préstamos al sector, la exposición a este sector alcanza el 44% de su cartera. De momento, las tasas de morosidad se mantienen históricamente bajas. Pero en los

próximos trimestres es probable que persistan las dificultades, especialmente en el segmento de oficinas.

España exporta turismo y muchos otros servicios. 2023 fue un año excepcional para el sector exterior español. El superávit por cuenta corriente se situó en el 2,5% del PIB, una cota especialmente remarcable cuando se compara con las otras grandes economías europeas. La distensión de los precios de la energía ayudó a que la mejora del sector exterior fuera generalizada, pero solo España recuperó los niveles previos a la pandemia. La economía española acumula ya doce años registrando superávits por cuenta corriente, una trayectoria solo superada por Alemania entre las grandes economías europeas.

Destaca el aumento del superávit de la balanza de servicios, que ha pasado del 5,1% del PIB en 2019 al 6,3% en 2023 (con datos hasta el 3T23), lo que ha permitido compensar el deterioro del déficit comercial de bienes y de la balanza de rentas. Dentro de la balanza de servicios, tanto los servicios turísticos como los no turísticos han tenido muy buen desempeño. Si bien el turismo es el mayor contribuyente al superávit, aportando un superávit del 3,9% del PIB hasta el 3T2023 (3,7% en 2019), las telecomunicaciones, el transporte y otros servicios, incluyendo servicios comerciales, también han contribuido positivamente. De hecho, el 65% de la mejora de la balanza de servicios se produce gracias a la mejora de los servicios no turísticos, mejorando el superávit mostrado antes de la pandemia en 1p.p., frente a la mejora de 0,23 p.p. de los servicios turísticos.

La inversión es capital. Los anuncios de medidas de impulso a la capacidad productiva doméstica y de planes de reindustrialización se han ido sucediendo los últimos años en prácticamente todos los países, y se han acentuado después de la pandemia y de la crisis energética. En este contexto, La inversión es un termómetro clave para medir el impacto de las medidas anunciadas. Es la variable de referencia para valorar qué países están ampliando y modernizando el stock de capital.

La evolución reciente de la inversión total en las principales economías desarrolladas es bastante pobre. En 2023, la inversión en capital fijo creció un 0,6% en EE.UU., en la

eurozona avanzó un 0,9% y en España un 0,6%. Sin embargo, las cifras agregadas esconden matices importantes. En EE.UU., el crecimiento de la inversión total se ve penalizado por la fuerte caída de la inversión residencial, más afectada por el aumento de los tipos de interés, aunque en el tramo final del pasado año ya empezó a dar señales de recuperación. La inversión en construcción no residencial se está recuperando de forma dinámica y en 2023 creció un destacable 13,0%. Pero, sobre todo, destaca el dinamismo de la inversión en derechos de la propiedad intelectual, con un crecimiento en promedio los últimos tres años del 8,0%; en equipos informáticos y software, del 3,9%, y en investigación y desarrollo, del 5,2%. Así, en EE.UU. la inversión privada no residencial ya se sitúa más de un 10% por encima de los niveles previos a la pandemia.

En la eurozona y en España los matices también son importantes, aunque el mensaje no es tan positivo como en el caso de la economía estadounidense. Como en EE.UU., la inversión en vivienda también registra caídas destacables en muchos países de la eurozona y eso penaliza la visión agregada. En sentido opuesto, destaca la inversión en equipo de transporte, que está creciendo con fuerza y en 2023 avanzó un 14,3% en el conjunto de la eurozona (con datos hasta el 3T) y un 6,7% en España, aunque todavía se mantiene lejos de los niveles previos a la pandemia. La inversión en maquinaria también presenta un ritmo de avance notable en el conjunto de la eurozona y se sitúa un 3,0% por encima de los niveles previos a la pandemia. En este ámbito, los registros de la economía española todavía son débiles. El pasado año anotó un descenso del 1,8% y se sitúa un 8,7% por debajo de los niveles previos a la pandemia. En cambio, en España destaca la evolución de la inversión en derechos de la propiedad intelectual que, si bien se mantuvo plana en 2023, fue muy dinámica los años anteriores y se encuentra un 8,4% por encima de los niveles previos a la pandemia.

La recuperación de la inversión debería afianzarse en los próximos años. La relajación de las condiciones financieras podría actuar como un importante catalizador. Un elemento de apoyo adicional que podría añadirse a lo largo del año es la recuperación de la industria. Algunos indicadores empiezan a sugerir que el sector puede haber tocado fondo y podría empezar a recuperarse si finalmente se da por cerrada la crisis energética. En el

caso de la economía española, es de esperar que la ejecución de los fondos europeos NGEU vaya ejerciendo una mayor tracción sobre la inversión privada.

Fondos Next Generation EU: ¿Cómo ha ido el tercer año de fondos europeos?

La ejecución va ganando velocidad de forma paulatina tras un despegue inicial algo titubeante. En 2023 estimamos que se ejecutaron (fondos adjudicados y justificados) algo más de 16.000 millones de euros. Se trata de un montante inferior al previsto en un inicio. De todas formas, si los próximos años se mantiene un ritmo de ejecución similar, sumado a los 24.000 millones de euros que estimamos que ya se ejecutaron entre 2021 y 2022, se debería poder implementar el conjunto de medidas previstas en el programa dentro del plazo previsto, que finaliza en 2026. A todo ello, se le sumará la próxima ejecución de los préstamos solicitados para ampliar el programa con la adenda ya aprobada el año pasado. En este sentido, tan importante es el ritmo de ejecución que se ha alcanzado, como que los programas puestos en marcha logren transformar e impulsar la economía española de forma duradera.

Entre las principales convocatorias de fondos NGEU resueltas por el Estado entre 2021 y 2023 destacan los proyectos en infraestructuras ferroviarias, el programa de financiación para pymes y autónomos a través de garantías, el programa Kit Digital para financiar la digitalización de autónomos y pymes, y los programas en movilidad sostenible y transformación urbana, así como de energía con una apuesta clara por la sostenibilidad (rehabilitación energética de edificios). En cuanto a los PERTES, las convocatorias resueltas desde 2021 acumulan casi 12.000 millones de euros (de las cuales 7.000 millones corresponden a 2023), sobre un total a movilizar, incluyendo los fondos correspondientes de la Adenda, de algo más de 41.000 millones. Entre los de mayor dotación, sobresalen en positivo el PERTE del vehículo eléctrico conectado (3.670 millones ejecutados) y el de energías renovables (3.350 millones) y, en cambio, los del chip y del ciclo del agua están todavía en sus estadios iniciales.

Si se ejecuta en 2024 todo lo que quedó pendiente del presupuesto de 2023, la cifra total de ejecución en el año podría quedar en torno a los 20.000 millones, de forma que la

contribución del NGEU al crecimiento del PIB este año no sería desdeñable y podría alcanzar 0,4 p. p.

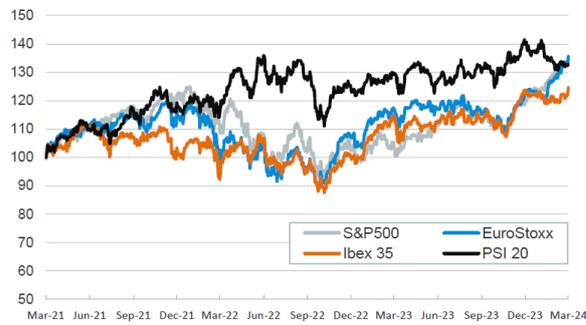
Oriol Aspachs
Marzo de 2024

Con la colaboración de:



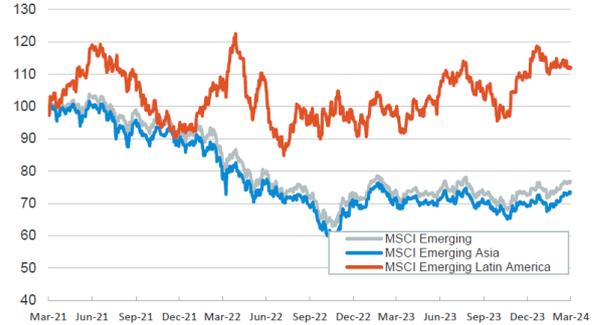
Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



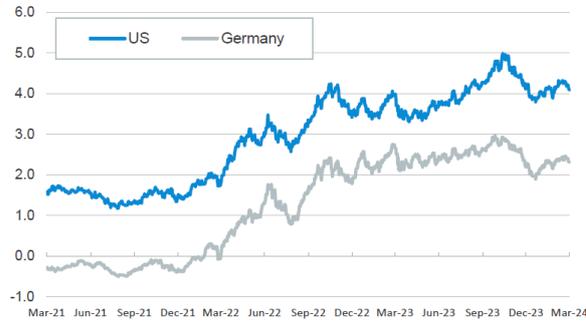
Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



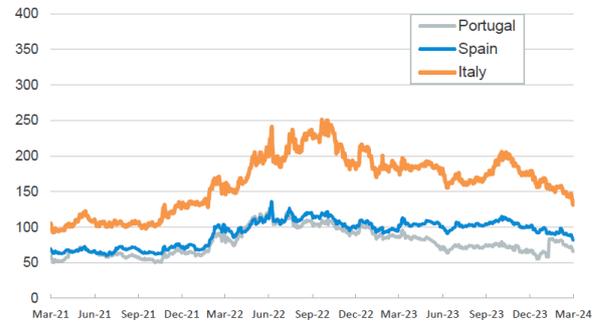
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



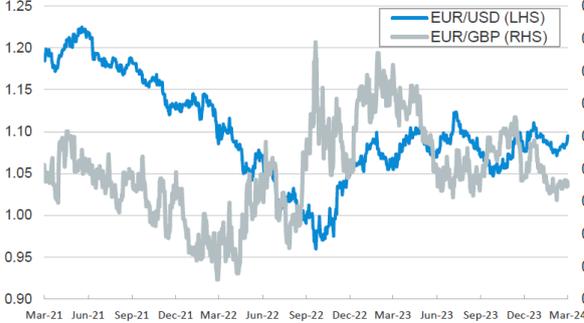
Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



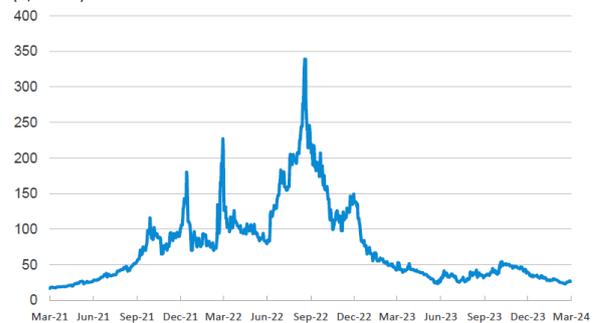
Brent oil price

(US\$/barrel)



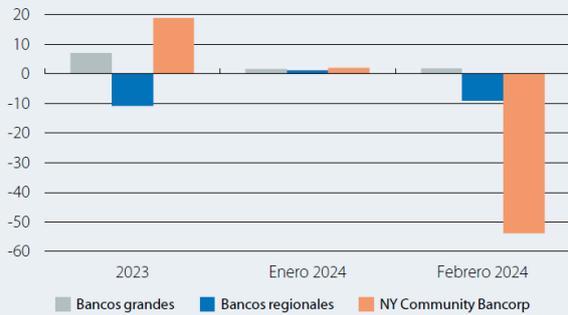
Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



EE. UU.: desempeño bursátil de índices bancarios

Variación en el periodo (%)



Notas: Bancos grandes capturados por el índice S&P 500 Banks, bancos regionales capturados por el índice S&P 500 Regional Banks. Enero se considera hasta el 29/01/2024, día anterior al reporte del NYCB, y febrero se considera desde el 30/01/2024 al 29/02/2024.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: estadísticas sobre espacios de oficinas

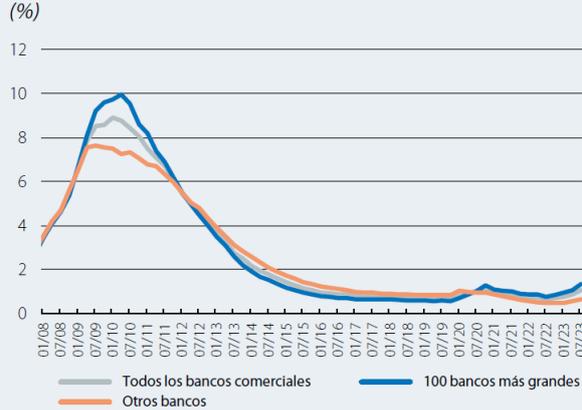
(Dólar/pie cuadrado) (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del Real Capital Analytics.

EE. UU.: tasas de morosidad de préstamos inmobiliarios comerciales

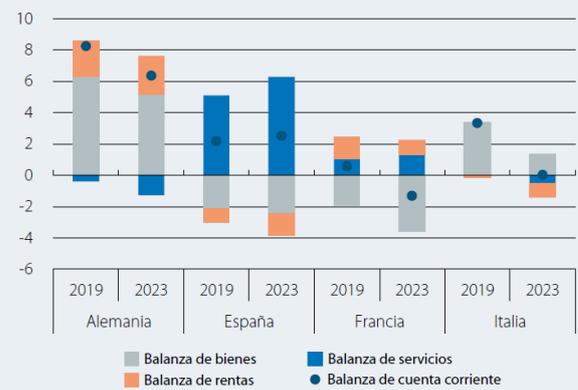
(%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal de St. Louis.

Saldo por cuenta corriente por componentes

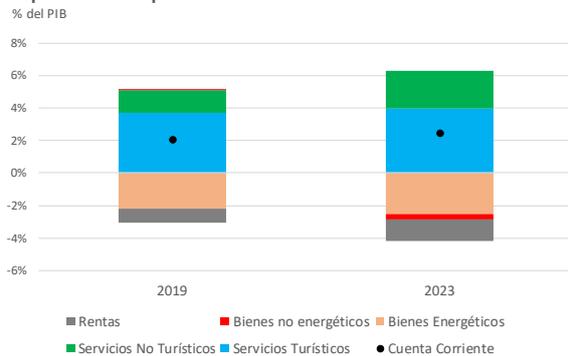
(% del PIB)



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

España: Balanza por Cuenta Corriente

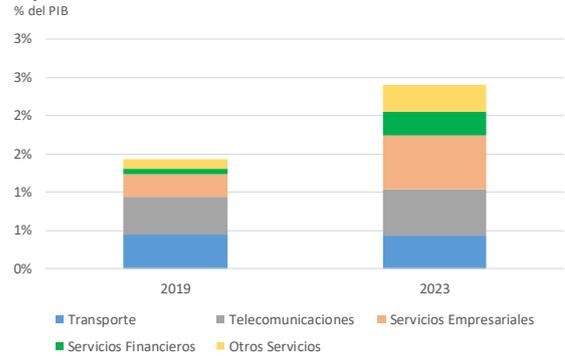
% del PIB



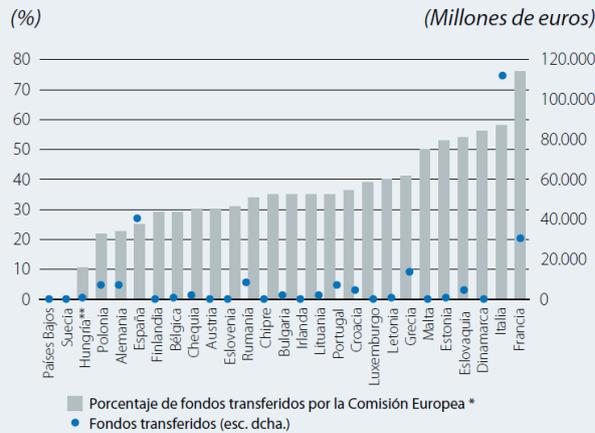
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat

España: Balanza servicios no turísticos

% del PIB

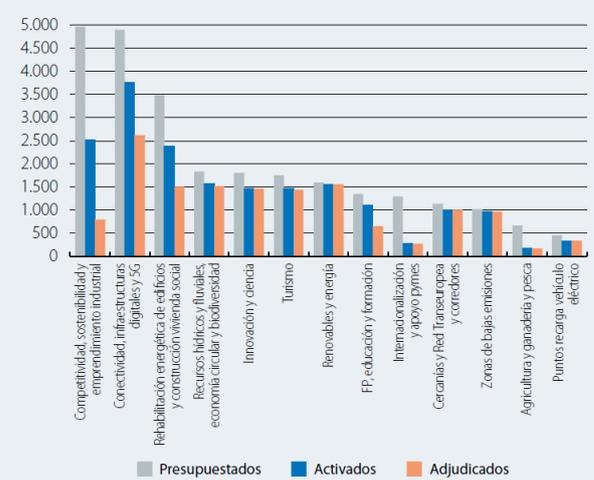


Fondos NGEU 2021-2023



Notas: * Sobre el total de transferencias y préstamos que los países han dicho que solicitarán del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. En España, por ejemplo, se contabilizan en el denominador 83.200 millones de préstamos, aunque algunas instituciones estiman que el take-up acabará siendo menor. ** Corresponde a la prefinanciación de Repower-EU.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de los snapshots de la mid-term evaluation de la Comisión Europea.

España: fondos NGEU activados y adjudicados por la Autoridad General del Estado en 2023



Nota: Las inversiones activadas incluyen fondos transferidos (y aún no transferidos, pero a punto de serlo) a CC. AA., CC. LL. y organismos públicos, aunque no hayan publicado el programa de ayudas asociado.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de IGAE hasta noviembre de 2023.

Principales convocatorias NGEU resueltas por el Estado en 2021-2023



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del portal del Plan de Recuperación.

PERTE



Fuente: CaixaBank Research.