

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 Enero de 2025

### 2025, ¿de qué color serás?

**Oriol Aspachs**, Director de Economía Española en CaixaBank Research

---

**Resiliencia global ante los riesgos. 2024 se cierra con buenos registros. 2025 empieza con buen pie.** Los datos disponibles sugieren que el PIB mundial podría haber crecido ligeramente por encima del 3%, apoyado por la robustez del mercado laboral, cierta recuperación del poder adquisitivo de los hogares y la perspectiva de una distensión de las condiciones financieras, en un año en el que la inflación siguió bajando y terminó cerca, aunque todavía algo por encima, de los objetivos de las autoridades monetarias. Probablemente estos vientos de cola sigan soplando a favor en 2025, mientras que el mapa de riesgos sigue presentando desafíos importantes, especialmente en términos de conflictos y tensiones geopolíticas y de incertidumbres sobre política comercial.

**Desinflación: confianza en el último kilómetro, resistencias en la última milla.** El descenso generalizado de la inflación a lo largo de 2024 supuso un apoyo a la actividad, especialmente al ayudar a la recuperación del poder adquisitivo de los hogares y abrir la puerta a la distensión de la política monetaria. En la eurozona, la inflación general cerró el año en el 2,4% en diciembre, pero lo más significativo fue el descenso sostenido de la inflación núcleo, pasando del 3,4% en diciembre de 2023 al 2,7% en diciembre de 2024, y cuya inercia refuerza la confianza en que la inflación debería asentarse definitivamente en el objetivo del 2% del BCE ya en 2025. En EE. UU., la inflación también se moderó a lo largo del año (IPC general +2,7% en noviembre de 2024 vs. 3,4% en diciembre de 2023), pero en los últimos meses han aumentado los temores de una mayor resistencia en las presiones subyacentes, ya que la inflación subyacente se mantiene estancada por encima del 3% desde hace meses y las políticas de la nueva Administración Trump podrían volver a empujarla al alza.

**La actividad estadounidense sigue robusta.** El consumo de los hogares sigue impulsando el crecimiento económico en EE. UU. y, tras contribuir con 0,6 p. p. al avance intertrimestral del 0,8% del PIB en el 3T, los últimos datos reflejan un consumo dinámico en el último trimestre del año. También el mercado laboral ha cerrado con cifras positivas, con una aceleración notable en el ritmo de creación de empleo en diciembre. En la misma línea de robustez, el PMI compuesto repuntó en diciembre impulsado por el sector servicios y el promedio del 4T se situó por encima del promedio del 3T. El eslabón débil sigue siendo el sector

manufacturero, que se mantiene en zona contractiva. A pesar de ello, los *trackers* del PIB apuntan a que la economía podría crecer alrededor del 0,5%-0,6% intertrimestral en el 4T.

**La economía de la eurozona no gana tracción.** El PMI compuesto de la eurozona mejoró en diciembre, pero sin superar el umbral de 50 puntos que sugiere crecimientos positivos de la actividad mientras que en manufacturas hay pocos visos de reactivación. La flaqueza de los indicadores afecta a las dos grandes economías del área, con un PMI compuesto en diciembre en zona contractiva tanto en Alemania como en Francia. En el caso de Alemania, otros indicadores de opinión y clima empresarial reflejan el mismo mensaje de debilidad: el indicador empresarial Ifo cayó en diciembre hasta el mínimo desde mayo de 2020, y el índice de sentimiento económico ZEW refleja que más de la mitad de los encuestados no espera cambios.

**Los límites de la deuda.** Está reemergiendo la preocupación sobre los niveles de deuda pública, así como las llamadas a un reajuste de las cuentas públicas. Ello es imprescindible para que la política fiscal pueda volver a activarse cuando el ciclo económico cambie de signo. Un esfuerzo fiscal moderado, manteniendo un saldo fiscal similar al de 2019, en la mayoría de casos solo permite estabilizar el nivel de deuda o corregirlo suavemente. Una recuperación más sustancial del margen de maniobra fiscal exige un esfuerzo fiscal relevante y claramente superior al realizado en 2015-2019.

**Modesta aceleración a corto plazo en China.** El dinamismo del sector exterior, el aumento del apoyo fiscal y cierta mejora de las perspectivas del inmobiliario podrían llevar a una aceleración del gigante asiático a corto plazo. Así, el PMI de servicios (Caixin) aceleró en diciembre hasta el máximo de siete meses. Por otro lado, en noviembre la producción industrial mantuvo un ritmo de expansión similar al de los meses anteriores mientras que las ventas minoristas volvieron a reflejar debilidad de la demanda interna.

**Se consolida el giro en las expectativas de tipos de interés.** El BCE y la Fed convergen en dirección, divergen en velocidad. En diciembre, tanto el BCE como la Fed bajaron los tipos de interés en 25 p. b., dejando el *depo* en el 3,00% y el *fed funds* en el rango de 4,25%-4,50%. En ambos casos, 100 p. b. por debajo de los máximos alcanzados en 2023. El tono del BCE apuntó a más bajadas en los próximos meses, respaldadas por una mayor confianza en el descenso final de la inflación al objetivo del 2% en 2025, y por la expectativa de que la redinamización de la actividad sea más lenta. Así, los mercados cotizan otra bajada de 25 p. b. en enero y apuntan a más recortes en la primera mitad del año, dejando un *depo* entre el 1,75% y el 2,00% a lo largo del 2S 2025. En cambio, el tono de la Fed fue mucho más cauto y se basó en una mayor expectativa de inflación para los próximos dos años y menores riesgos de enfriamiento del mercado laboral. En el *dot plot*, los miembros del FOMC proyectaron tan solo dos recortes en 2025, frente a los cuatro señalados en la actualización de septiembre. Con ello, los mercados financieros descuentan plenamente una sola bajada para mediados de 2025 (*fed funds* en el rango de 4,00%-4,25%).

**Fuerte repunte en las rentabilidades soberanas.** Los mercados de deuda soberana hicieron una lectura *hawkish* del mensaje de la Fed y los tipos de interés de los *treasuries* repuntaron más de 15 p. b. en las referencias de medio y largo plazo desde la reunión hasta el fin de mes. Y es que, a pesar de que la Fed ha rebajado los tipos en 100 p. b., la expectativa de una mayor inflación junto con una distensión monetaria más cauta a futuro ha impulsado al alza las rentabilidades soberanas. De hecho, la rentabilidad de los *treasuries* en los tramos largos de la curva ha mostrado un comportamiento diametralmente opuesto al del *fed funds*, repuntando más de 90 p. b. desde el inicio de los recortes. Al otro lado del Atlántico, si bien el mensaje del BCE

fue *dovish*, los tipos soberanos se contagiaron por sus contrapartes estadounidenses y repuntaron 30 p. b. en diciembre, con las primas de riesgo periféricas manteniéndose relativamente estables.

**El dólar se fortalece.** El dólar continuó apreciándose, con ganancias superiores al 2%, frente a una cesta de divisas avanzadas (+5% desde la victoria de Trump y +7% en el conjunto de 2024) y alcanzó su nivel más alto desde 2022. Frente al euro, el dólar se fortaleció un 2% en diciembre, llegando incluso a alcanzar los 1,03 dólares (mínimo de dos años). Frente al yen, la apreciación fue aún superior (+11,5% en 2024 y +5% en diciembre) debido al amplio diferencial de tipos de interés y a la resistencia del Banco de Japón a volver a subir los tipos (se mantuvo en el 0,25% en diciembre). En las emergentes, la divisa con peor desempeño fue el real brasileño, con una caída superior al 20% frente al dólar en el conjunto del año, en medio de las turbulencias fiscales.

**La recuperación económica en España: realidad y percepción.** La percepción que tenemos de la realidad económica a menudo contrasta con el mensaje que transmiten las grandes cifras macroeconómicas. La sensación general es que la economía no termina de arrancar. El color que mejor describe la situación de muchos hogares es, sin duda, el gris pesimista o el rojo crítico. Esto contrasta con la evolución más dinámica de los principales indicadores macroeconómicos, que podrían pintarse de un verde esperanzador.

Hasta la fecha, la economía española ha crecido, sobre todo, en volumen. A finales de 2024, se estima que en España había 1,7 millones de personas más que en 2019, un 3,8% más. Con más personas, es lógico que también haya más actividad económica. Esto explica, en gran medida, por qué el PIB se sitúa un 6,6% por encima de los registros de hace cinco años. Sin embargo, tras la crisis económica generada por la pandemia, la recuperación de muchos hogares españoles ha sido más modesta. De hecho, el consumo por hogar en términos reales se situaba un 1,5% por debajo de los niveles previos a la pandemia en el 3T 2024. Ello ayuda a explicar la aparente discrepancia entre la evolución de los principales indicadores macroeconómicos y la percepción de la situación económica de muchos hogares.

Esta distinta percepción podría cambiar en 2025, ya que las dinámicas que impulsarán el crecimiento económico deberían notarse en el bolsillo de los españoles. Por un lado, su poder adquisitivo debería consolidar su recuperación. Se espera que la inflación se estabilice alrededor del 2% este año, mientras que los salarios previsiblemente crecerán algo por encima. Concretamente, la renta bruta disponible por hogar podría crecer alrededor del 1,5% en términos reales este año.

A esto también ayudará la reducción de los tipos de interés. El euríbor a 12 meses empezó 2025 en el 2,5%, más de 1 p. p. por debajo de donde se situaba hace un año. Además, se espera que siga descendiendo en los próximos meses de la mano de la reducción de los tipos de interés que previsiblemente seguirá ejecutando el BCE. Para la economía española, esto es un importante punto de apoyo. Esto, junto con una posición financiera globalmente saneada, con niveles de deuda relativamente bajos tanto para empresas como para hogares, debería permitir que el consumo privado y la inversión crecieran alrededor del 3% este año. Así, 2025 podría ser el año en el que finalmente utilicemos el color verde para pintar las grandes cifras macroeconómicas y también la situación de los hogares.

Pero el gris pesimista también está presente en la paleta de colores con los que pintar 2025. Los principales retos provienen del exterior. Las exportaciones de bienes y servicios, tras unos años de elevado crecimiento, ya se encuentran en términos reales un 11,0% por encima de los niveles previos a la pandemia y se espera que normalicen su ritmo de avance. Sin embargo, esta desaceleración podría ser más brusca de lo esperado si finalmente la nueva Administración Trump cumple su promesa electoral y aumenta de forma generalizada los aranceles. Si esto sucede, no se puede descartar que se desate una guerra comercial a nivel global de la que nadie saldría ganando. Esperemos que al final los peores augurios no se cumplan.

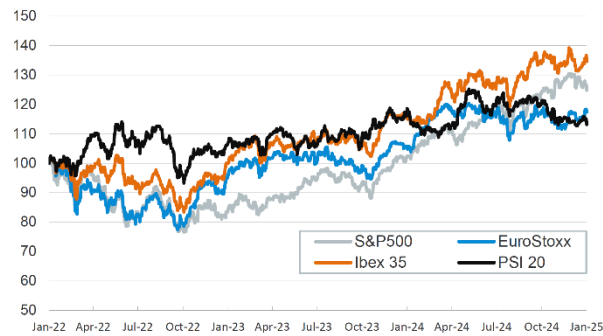
A esto se añade la difícil situación económica de los principales socios comerciales de España, especialmente Francia y Alemania. En clave interna, el principal reto seguramente se sitúa en el sector inmobiliario. La falta de vivienda está llevando a un crecimiento de su precio superior al esperado, dificultando el acceso a los más jóvenes y a los colectivos más vulnerables. La bajada de los tipos de interés amortiguará la presión este año, pero esperemos que más pronto que tarde la inversión en vivienda se movilice y se reduzca la presión sobre los precios, promoviendo un crecimiento económico dinámico y socialmente sostenible.

Oriol Aspachs  
Enero de 2025

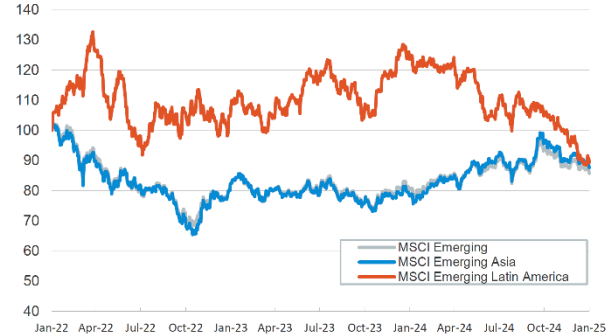
Con la colaboración de:



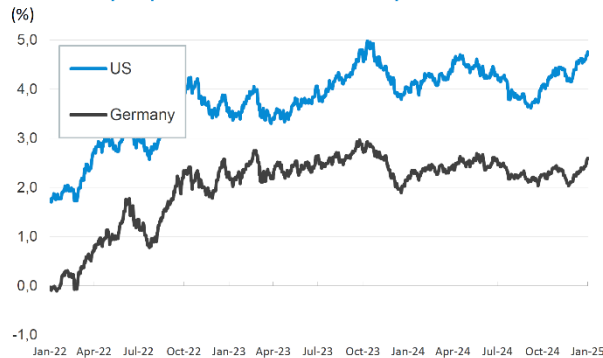
**Main advanced stock markets**  
Index (100=Three years ago)



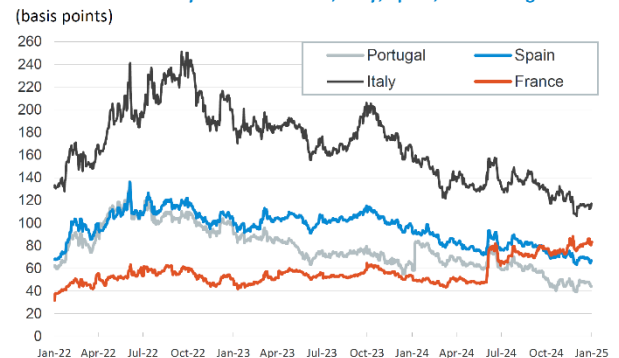
**Emerging economies stock markets**  
Index (100=Three years ago)



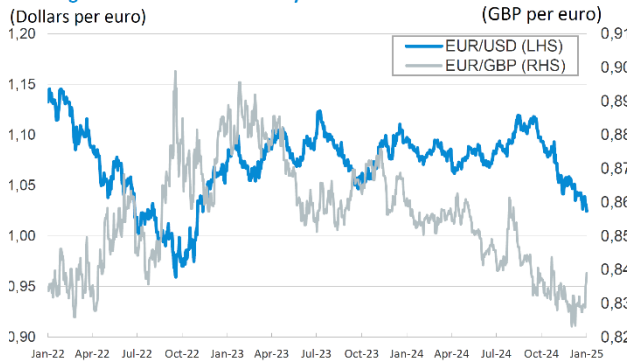
**Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany**



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



**Exchange rate: Advanced-economy currencies**



**Exchange rate: Emerging economies Index**



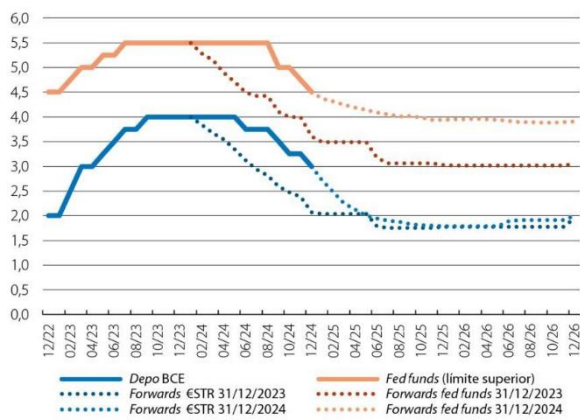
**Brent oil price**



**Dutch TTF Natural gas price**

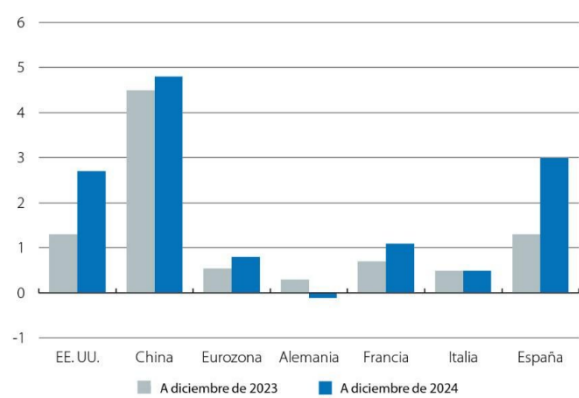


### Expectativas de tipos de interés (%)



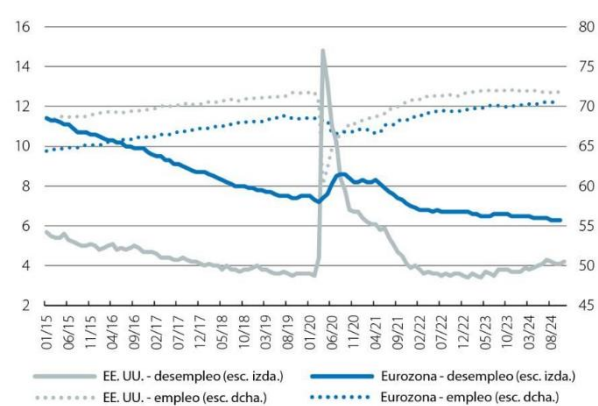
**Nota:** Forwards sobre el EFFR y el tipo ESTR de la eurozona a partir de curvas de interés de mercado.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal, del BCE y de Bloomberg.

### Crecimiento del PIB en 2024: expectativas del consenso de analistas (%)



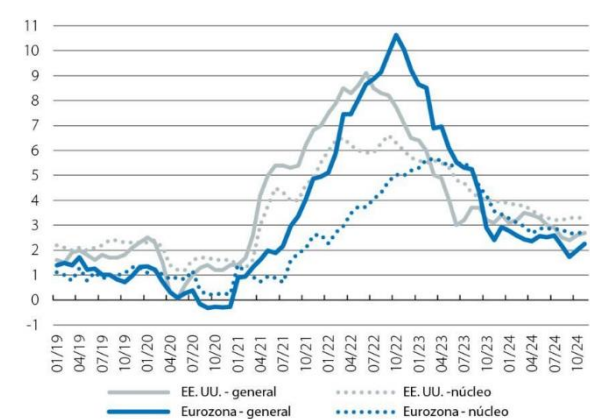
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Economías avanzadas: empleo y desempleo (%)



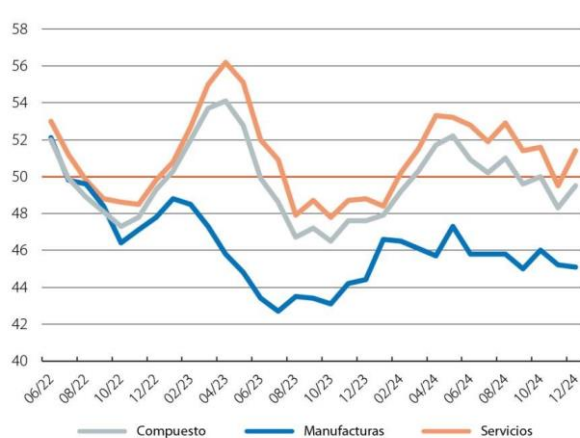
**Nota:** La tasa de desempleo es respecto al total de población activa, y la tasa de empleo respecto a la población total del grupo de edad (15-64 años).  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de la OCDE.

### Economías avanzadas: IPC Variación interanual (%)



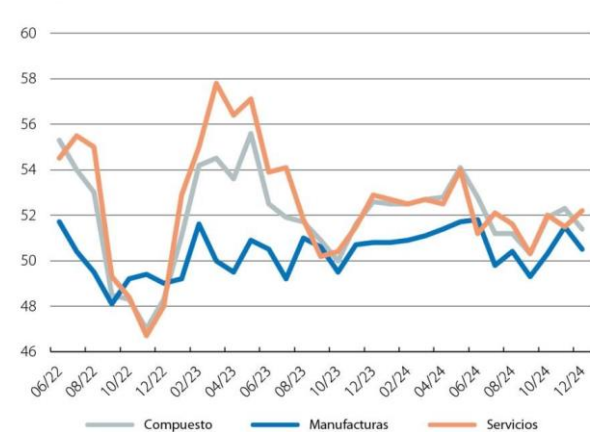
**Notas:** IPCA para la eurozona. Núcleo excluye alimentos y energía.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

### Eurozona: PMI Índice



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

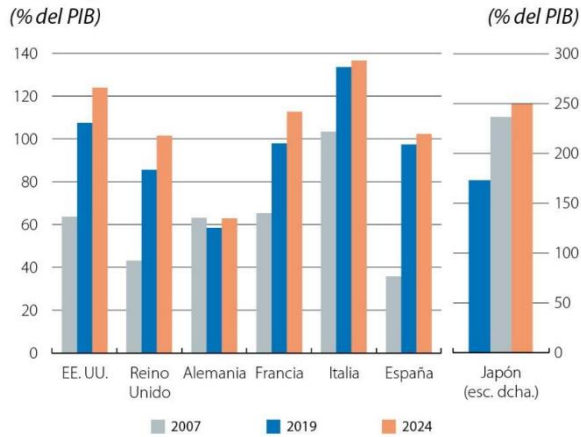
### China: PMI Caixin Índice



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



### Deuda pública



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

### Saldo público primario:<sup>1</sup> datos y escenarios a 10 años vista

	2019 - dato	2024 - previsión Comisión Europea	Permite una ratio de deuda... <sup>2</sup>		
			Estable a niveles 2024	De vuelta a niveles 2019	Reduce a la mitad la distancia con el 60% <sup>3</sup>
EE. UU.	-2,7	-3,0	0,2	1,8	3,2
Japón	-1,6	-4,7	-4,3	-2,9	-0,2
Reino Unido	-0,1	-2,2	-0,1	1,5	2,8
Alemania	2,1	-1,1	-0,4	0,1	-0,2
Francia	-0,9	-4,1	0,3	1,7	2,9
Italia	1,9	0,1	1,8	2,1	5,4
España	-0,8	-0,5	-0,7	-0,2	1,5

Notas: 1. El saldo primario excluye pagos de intereses; valor positivo/negativo indica superávit/déficit. 2. La proyección asume PIB nominal según previsiones del FMI y tipos de interés según forwards de mercado (con refinanciación anual de un porcentaje de la deuda dado por el vencimiento medio). 3. Para EE. UU., Japón y el Reino Unido, la referencia es el nivel de deuda de 2007.

Fuente: CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos y previsiones de Bloomberg, de la Comisión Europea y del FMI (World Economic Outlook, octubre de 2024).

### Tipo de interés medio de la deuda pública (%)

	2024 - previsión Comisión Europea	Promedio 2025-2029 según forwards de mercado <sup>1</sup>	Permite una ratio de deuda estable a niveles 2024 <sup>2</sup>
EE. UU.	4,1	4,1	1,7
Japón	0,6	0,7	1,7
Reino Unido	3,0	3,2	2,5
Alemania	1,7	2,1	3,4
Francia	2,0	3,1	0,1
Italia	3,0	3,7	3,3
España	2,5	3,0	3,9

Notas: 1. Forwards de mercado para el tipo soberano con un vencimiento igual al vencimiento medio de la deuda a 2024. 2. La proyección asume PIB nominal y saldo primario según previsiones del FMI y que cada año se refinancia un porcentaje de la deuda dado por el vencimiento medio.

Fuente: CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos y previsiones de Bloomberg, de la Comisión Europea y del FMI (World Economic Outlook, octubre de 2024).

### Crecimiento nominal del PIB (%)

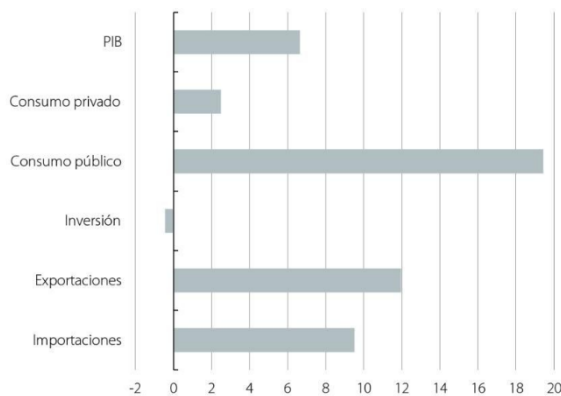
	2019 - dato	2024 - previsión FMI	Promedio 2025-2029 según FMI	Permite una ratio de deuda estable a niveles 2024 <sup>1</sup>
EE. UU.	4,3	5,2	4,0	6,4
Japón	0,2	2,9	2,8	1,7
Reino Unido	3,8	3,2	3,5	4,1
Alemania	3,0	3,3	3,2	2,0
Francia	3,3	3,2	3,1	6,2
Italia	1,5	2,5	2,7	3,1
España	3,4	6,1	4,2	3,3

Nota: 1. La proyección asume saldo primario según previsiones del FMI y tipos de interés según forwards de mercado (con refinanciación anual de un porcentaje de la deuda dado por el vencimiento medio).

Fuente: CaixaBank Research, cálculos propios a partir de datos y previsiones de Bloomberg, de la Comisión Europea y del FMI (World Economic Outlook, octubre de 2024).

### España: PIB y sus componentes

Variación en el 3T 2024 respecto al 4T 2019 (%)



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

### España: PMI

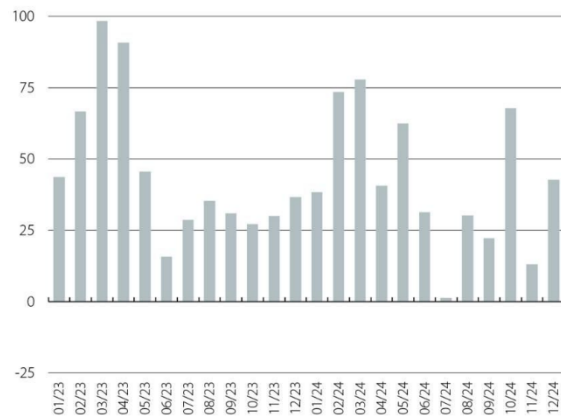
Nivel



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

### España: afiliados a la Seguridad Social

Variación intermensual (miles) \*



Nota: \* Datos desestacionalizados.

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

### España: inflación

Variación interanual (%)

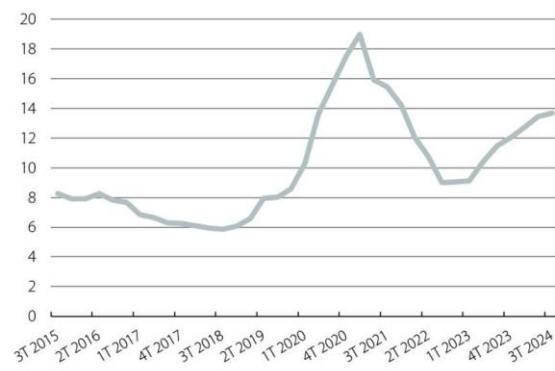


Nota: La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.

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

### España: tasa de ahorro de los hogares

(% de la renta bruta disponible)

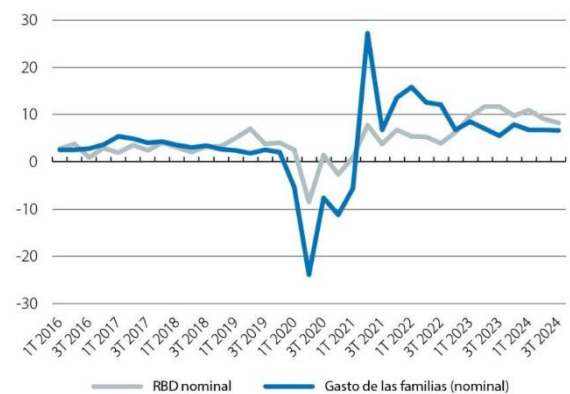


Nota: Acumulado de cuatro trimestres.

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

### España: renta bruta disponible (RBD) y consumo de los hogares

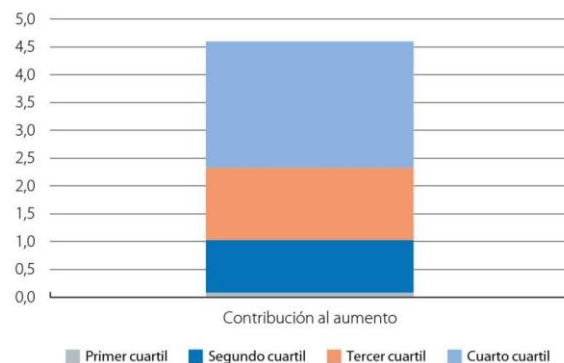
Variación interanual (%)



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

### España: aumento de la tasa de ahorro entre 2019 y 2024 por grupos de ingresos

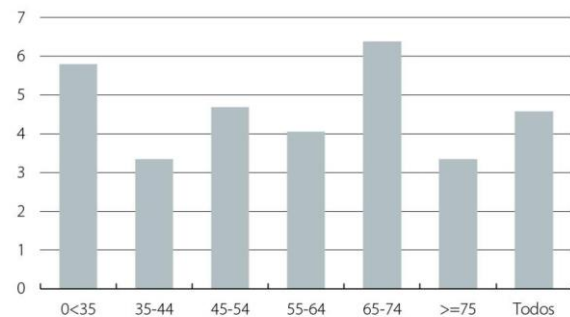
(p. p. de la renta bruta disponible)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.

### España: aumento de la tasa de ahorro por grupos de edad entre 2019 y 2024

(p. p. de la renta bruta disponible)



Nota: La muestra es abierta y los hogares que entran en la muestra analizada deben tener un ingreso mensual de al menos 100 euros. Eliminamos, para limpiar la muestra, hogares que aparecen en 2019 y en la actualidad con aumentos de consumo entre 2019 y 2023 superiores al 120% o caídas superiores al 50%.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos.