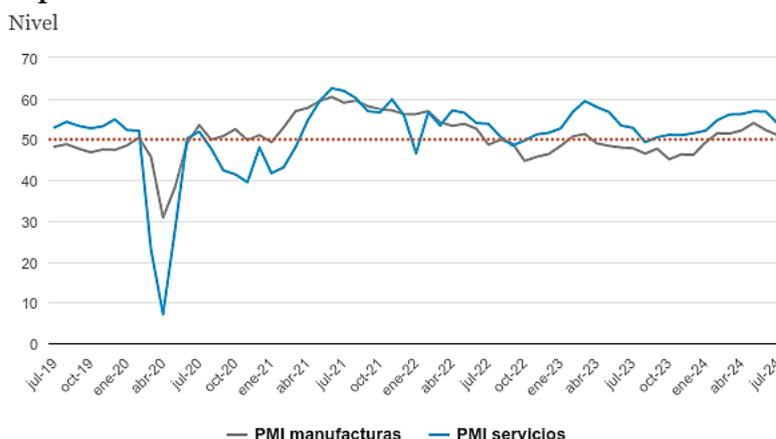


## Economía española

**El crecimiento del PIB de España del 2T 2024 sorprende al alza, pero los primeros indicadores disponibles del 3T se muestran más moderados.** El PIB creció un 0,8% intertrimestral en el 2T del año, por encima del crecimiento de la eurozona (0,3% intertrimestral) y por encima de nuestras expectativas, que anticipaban un avance del 0,5%. En términos interanuales, la tasa aceleró respecto al trimestre anterior, del 2,6% al 2,9%. La composición del crecimiento fue favorable, con el sector exterior como principal motor de crecimiento, con una aportación de 0,5 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, y una demanda interna que también creció, aunque a un ritmo más modesto, y que aportó 0,3 p. p. al crecimiento del PIB. Más específicamente, el consumo privado avanzó un 0,3% intertrimestral y el público, un 0,2%. La inversión mantuvo un ritmo de crecimiento notable, del 0,9% intertrimestral, impulsada sobre todo por la inversión en construcción. En cuanto al sector exterior, las exportaciones crecieron un 1,2% intertrimestral, mientras que las importaciones retrocedieron un 0,2%. Respecto a los primeros indicadores disponibles del 3T, los índices PMI para el sector servicios y manufacturero retrocedieron en julio. La actividad se enfrió en ambos sectores, con el indicador de servicios bajando de 56,8 puntos en junio a 53,9 en julio, y el de manufacturas retrocediendo de 52,3 puntos a 51,0. Es decir, la actividad sigue creciendo, aunque a ritmos más moderados. Por el lado del consumo, el índice de comercio al por menor avanzó un 0,5% intermensual en julio y la tasa interanual se situó en el 1,0%, por encima del 0,4% registrado el mes anterior. Finalmente, el turismo comenzó el verano con buenas cifras: en junio, llegaron en España 9.313.450 turistas extranjeros que gastaron cerca de 12.370 millones de euros, registros que suponen un crecimiento interanual del 12,1% y el 16,6%, respectivamente.

**España: indicadores de actividad**



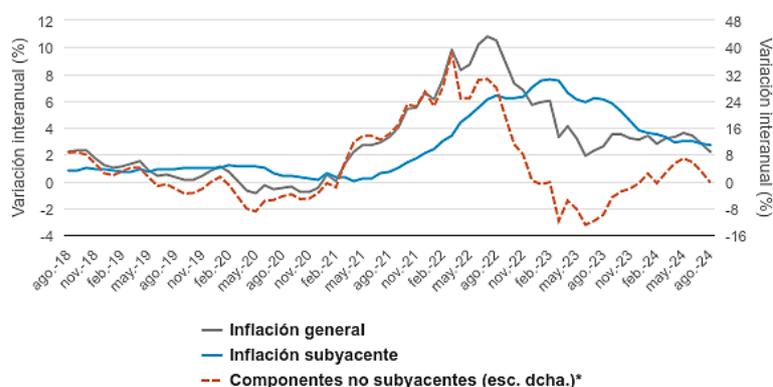
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

**Pese a la caída de los intercambios comerciales, el déficit comercial en España se redujo con fuerza en junio.** Por primera vez en tres meses, las exportaciones de bienes cayeron en junio, un 3% interanual, pero, dado que las importaciones lo hicieron con más intensidad (-7,3%), el déficit se redujo en 713 millones de euros (-2.355 millones en junio de 2023). Con este dato, el 1S 2024 cerró con un déficit de 15.822 millones de euros, cifra que mejora ligeramente la del 1S 2023 (-16.420 millones), pero que supera el promedio de 2014-2019 (-11.938 millones). Por componentes, la mejora en el 1S se explica exclusivamente por la balanza energética, cuyo déficit se redujo hasta 15.684 millones (-16.705 millones en el mismo periodo de 2023). En cambio, la balanza de bienes no energéticos anotó un déficit de 138 millones, en contraste con el superávit de 285 millones en 2023; ello fue consecuencia del mayor retroceso de las exportaciones (-2,2% vs. -1,9% las importaciones).

**La inflación general en España se acerca al 2% en agosto.** La inflación general cayó 6 décimas en agosto hasta situarse en el 2,2%, según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE. Por otro lado, la inflación subyacente (que excluye energía y alimentos no elaborados) se situó en el 2,7% (0,1 p. p. menos que en julio). El INE destaca la

contribución a la baja en la inflación de los carburantes y de los alimentos. El dato de inflación general ha sorprendido a la baja, mientras que la inflación subyacente se ha situado en el rango esperado por CaixaBank Research (véase la [Nota Breve](#)).

## España: evolución del IPC

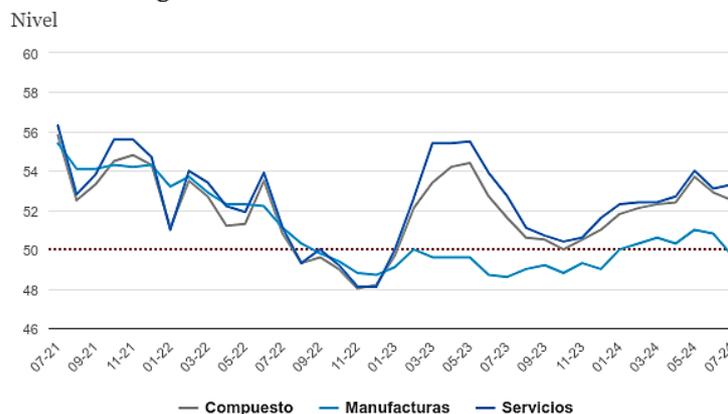


Notas: \*Agregado de alimentos no elaborados y productos energéticos. Se calcula descontando el componente subyacente del IPC.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

## Economía internacional

**La actividad global se modera por segundo mes consecutivo.** En julio, el indicador PMI compuesto de actividad global se situó en los 52,5 puntos, 4 décimas por debajo del nivel alcanzado el mes anterior. El ligero ascenso del sector servicios en el mes no fue suficiente para compensar la pérdida de dinamismo de las manufacturas, cuyo crecimiento se vio debilitado por el descenso de los nuevos pedidos y la producción. Por otro lado, los costes de producción se mantuvieron al alza y parte de este incremento fue trasladado, un mes más, a los precios finales de venta. Estos factores, unidos a la incertidumbre geopolítica, afectaron negativamente a la confianza de los empresarios en julio, que se situó en el nivel más bajo de los últimos ocho meses. Por países, la moderación del ritmo de crecimiento de la actividad fue generalizada, aunque especialmente notable en la eurozona, donde la actividad manufacturera se mantuvo en terreno contractivo en las principales economías de la región, a excepción de España. Cabe asimismo señalar el deterioro registrado en el PMI manufacturero de China, que en julio se situó por debajo de los 50 puntos (49,8 puntos, en terreno contractivo de la actividad) por primera vez en nueve meses, alimentando las dudas sobre la fortaleza de su economía.

## Indicadores globales PMI

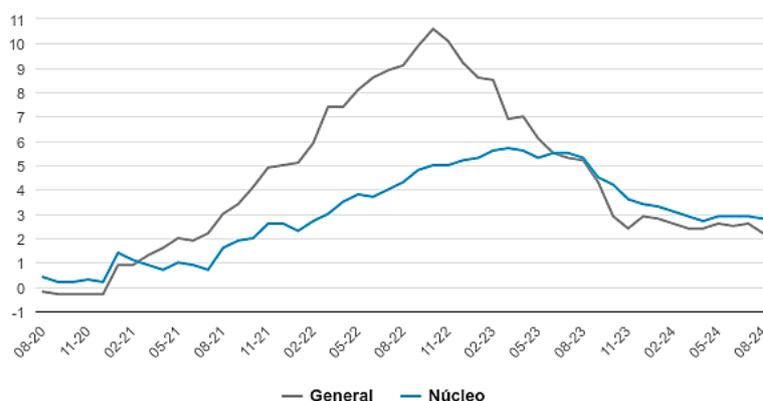


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

**Pobres perspectivas de crecimiento en Europa para el 3T en un contexto de caída de la inflación.** El PIB de la eurozona creció en el 2T un 0,3% intertrimestral (0,3% también en el 1T). El dato oculta una significativa disparidad por países: Alemania volvió a decepcionar al contraerse un 0,1%, mientras que Francia e Italia crecieron ligeramente por encima de lo esperado (0,3% y 0,2%, respectivamente). De cara al 3T, las probabilidades de asistir a un repunte significativo de la actividad son bajas, tal y como señala el deterioro mostrado durante el verano por los principales indicadores de clima empresarial, que siguen acusando el agravamiento de la crisis del sector industrial y cierto agotamiento en servicios. Así, el PMI para la eurozona se sitúa en agosto en los 51,2, superando el umbral de 50 que indica crecimiento positivo, pero por debajo de los 53,2 de media del 2T. Por su parte, el índice de sentimiento económico alcanzó en agosto los 96,6 puntos (100 indica crecimiento cercano al promedio histórico), mientras que el Ifo alemán cayó en agosto hasta los 86,6 puntos y el ZEW muestra que el porcentaje de encuestados que no ve cambios en la situación sube hasta casi el 50% en agosto. El crecimiento económico de Francia contrasta con la debilidad alemana. Gracias al impulso de las Olimpiadas, el sector servicios francés podría acelerar su ritmo de crecimiento en el 3T: el PMI subió en agosto 3,6 puntos, hasta 52,7, frente a los 49,4 de media en el 2T. En este contexto, la inflación general de la eurozona descendió con intensidad en agosto (2,2% vs. 2,6%), mientras que la núcleo se mantuvo más estable (2,8% vs. 2,9%) (véase la [Nota Breve](#)).

### Eurozona: IPCA

Variación interanual (%)



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

**La actividad en EE. UU. empezó el 3T con buen pie, lejos del escenario recesivo que descontaron los mercados a principios de agosto.** Tras haber crecido un 1,4% y un robusto 3,0% (tasas trimestrales anualizadas) en los dos primeros trimestres del año, respectivamente, la economía estadounidense parece encaminarse hacia otro trimestre de crecimiento positivo en verano, aunque a un ritmo probablemente más moderado que el del 2T. De hecho, los *nowcasts* de la Fed estiman que el PIB crecerá un 2,0% en el 3T. En cuanto a los datos conocidos hasta ahora que respaldan esta estimación, el PMI compuesto se situó por encima de 54 tanto en julio como en agosto (53,5 en el 2T), impulsado por el sector servicios. Los datos de consumo han sido bastante positivos, con las ventas minoristas creciendo un 1,0% mensual en julio (la mayor variación mensual desde enero del año pasado), mientras que las ventas de nuevas viviendas subieron un 10,0%. El sector manufacturero, que había mostrado debilidad en indicadores como el ISM, presentó algunas señales de recuperación con un incremento del 9,9% en las órdenes de bienes duraderos en julio, aunque no esperamos una gran aceleración a corto plazo. También la inflación ha mostrado avances hacia el objetivo de la Fed en los últimos meses, cayendo hasta el 2,9% (interanual) en julio, su nivel más bajo desde marzo de 2021, y marcando el cuarto mes consecutivo de descenso en lo que va de año. Estos datos han dado más confianza a la Fed para empezar a bajar los tipos de interés en septiembre, toda vez que el mercado laboral se ha convertido en un foco de potencial riesgo para la economía estadounidense. La tasa de paro se mantiene en niveles relativamente bajos, pero ha aumentado 0,8 p. p. en un año, alcanzando el 4,3% el mes pasado. Y, si bien es cierto que el incremento en la tasa de paro no estuvo acompañado por un aumento de los despidos, sino por una desaceleración en las

contrataciones, esta es una señal poco halagüeña en un contexto de crecimiento de la población activa como el que está viviendo EE. UU. Por ello, diversos responsables de la Fed ya han avanzado que un enfriamiento adicional del mercado laboral no será bien recibido.

## Mercados financieros

**Un mes de ida y vuelta en los mercados financieros, con un fuerte repunte de la volatilidad, coincidiendo con la habitual baja liquidez estival.** Aunque todo apunta a que el mes se cerrará con ligeras, aunque generalizadas, ganancias en los mercados bursátiles y con caídas de algo mayor entidad en la rentabilidad de los tipos soberanos, agosto ha sido un mes de gran volatilidad entre los diferentes activos. Así, a principios de mes diferentes factores detonaron y amplificaron conjuntamente caídas en el precio de los activos financieros: el aumento inesperado de los tipos de interés oficiales del Banco de Japón, que provocó el cierre desordenado de posiciones de *carry-trade* en el yen, se unió al mal dato de creación de empleo en julio en EE. UU. y a los resultados de algunas empresas tecnológicas, que reflejan la dificultad de monetizar la IA. Las bolsas de los mercados desarrollados acumularon una caída desde los máximos de julio de hasta el 8,2%, si bien cerrarán el mes con ganancias superiores al 1%. Y si las caídas han estado lideradas por la bolsa japonesa (que sí cerrará agosto con caídas de en torno al 1%), en el desempeño final del mes destacan especialmente algunos índices europeos, como el IBEX o el DAX alemán. En EE. UU., por su parte, continúa la rotación de grandes empresas tecnológicas hacia otras de menor capitalización, lo que supone que el S&P 500 tendrá un mejor desempeño que el del Nasdaq en agosto, como ya ocurriera en julio. En cuanto a los tipos soberanos, tras las declaraciones de Powell en Jackson Hole, los *treasuries* cerrarán el mes con fuertes caídas en rentabilidad, especialmente en los tramos más cortos. En el mercado monetario los tipos interbancarios a 12 meses de EE. UU. también han experimentado una fuerte caída mensual, que refleja el cambio de expectativas de política monetaria. En Europa, la tendencia ha sido la misma, si bien la intensidad del movimiento ha sido menor, toda vez que las expectativas para el BCE en los próximos meses no han variado tanto como para la Fed, y el mercado continúa descontando dos bajadas más de tipos en la eurozona de aquí a final de año. El fuerte ajuste en las expectativas de tipos de interés en EE. UU. ha supuesto también una fuerte corrección para el dólar, que acumula una depreciación superior al 2,5% frente a sus principales pares en el mes, especialmente por la fuerte apreciación del yen (superior al 3%) pero también por la del euro, que se aprecia más de un 2%. Por último, en el mercado de materias primas, destaca también la volatilidad del precio del petróleo, lastrado por los temores a una caída de la demanda en EE. UU. y en China, pero con los riesgos geopolíticos presionándolo al alza. Destaca así mismo el repunte en el precio del gas natural, con la referencia holandesa TTF acumulando un repunte mensual superior al 7% ante los temores de que la ofensiva ucraniana en la guerra suponga nuevas interrupciones al suministro de gas ruso, pese a los buenos niveles de reservas.

**La Fed empezará a bajar los tipos de interés en septiembre.** La Reserva Federal mantuvo los tipos de interés en el intervalo de 5,25 %-5,50 % en su última reunión de julio, y su presidente, Jerome Powell, abrió explícitamente la puerta a una primera bajada de tipos, reconoció el buen progreso en la lucha contra la inflación y giró el foco hacia el mercado laboral (véase la noticia de Economía internacional). También en la conferencia anual de bancos centrales organizada por la Fed en Jackson Hole, Powell, con un tono inequívocamente más acomodaticio, afirmó que «ha llegado el momento de que la política monetaria se ajuste», dejando entrever que la Fed comenzará a reducir los tipos en su próxima reunión. También subrayó la atención que están prestando al mercado laboral, sin mostrar alarma, pero confiado en que, si los fundamentales se deterioran, el estado actual de la política monetaria les ofrece un amplio margen para actuar. Los mercados han interpretado estas declaraciones como una señal de que la Fed ajustará los tipos de interés en las tres reuniones que quedan del año, y que, en al menos una de ellas (probablemente en diciembre), el recorte será mayor de 50 p. b., frente a los 25 p. b. descontados para las reuniones de septiembre y noviembre.

		29-8-24	31-7-24	Var. mensual	Acumulado 2024	Var. interanual
<b>Tipos</b>		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,51	3,65	-14	-40	-30
	EE. UU. (SOFR)	5,02	5,24	-22	-31	-39
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	3,11	3,39	-28	-41	-96
	EE. UU. (SOFR)	4,20	4,74	-54	-57	-122
Tipos 2 años	Alemania	2,36	2,53	-17	-4	-71
	EE. UU.	3,89	4,26	-37	-36	-100
Tipos 10 años	Alemania	2,27	2,30	-3	33	-27
	EE. UU.	3,86	4,03	-17	-2	-25
	España	3,10	3,12	-2	19	-46
	Portugal	2,88	2,93	-5	32	-37
Prima de riesgo (10 años)	España	82	81	1	-14	-19
	Portugal	60	62	-2	-1	-10
<b>Renta variable</b>		(porcentaje)				
S&P 500		5.592	5.522	1,3%	17,2%	23,9%
Euro Stoxx 50		4.966	4.873	1,9%	9,8%	15,1%
IBEX 35		11.359	11.065	2,7%	12,6%	18,9%
PSI 20		6.714	6.708	0,1%	5,0%	8,5%
MSCI emergentes		1.095	1.085	0,9%	7,0%	10,8%
<b>Divisas</b>		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,108	1,083	2,3%	0,3%	1,4%
EUR/GBP	libras por euro	0,841	0,842	-0,1%	-3,0%	-2,0%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,097	7,227	-1,8%	0,0%	-2,6%
USD/MXN	pesos por dólar	19,848	18,617	6,6%	16,9%	18,6%
<b>Materias Primas</b>		(porcentaje)				
Índice global		97,0	96,4	0,6%	-1,7%	-8,6%
Brent a un mes	\$/barril	79,9	80,7	-1,0%	3,8%	-6,9%
Gas n. a un mes	€/MWh	38,6	35,9	7,6%	19,3%	7,2%

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