

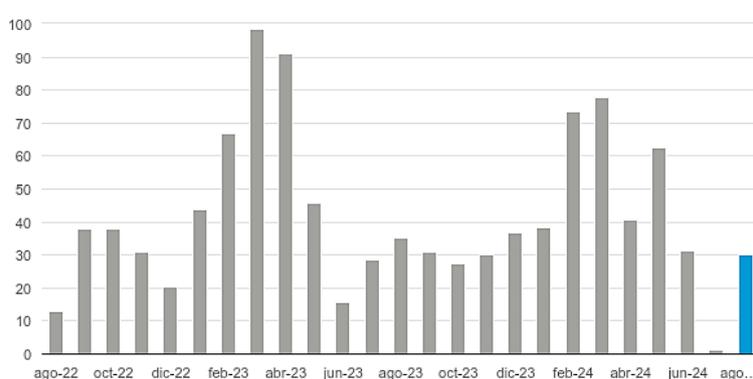
## Economía española

**La industria española modera su ritmo de crecimiento, mientras que los servicios mantienen un tono robusto.** En agosto, el índice PMI del sector manufacturero mantuvo una senda de moderación, cedió 0,5 puntos respecto al mes anterior y bajó hasta los 50,5 puntos. De este modo, el indicador se mantiene en la zona que marca crecimiento en el sector (por encima de los 50 puntos), pero sugiere que el ritmo de crecimiento es modesto. El indicador homólogo del sector servicios repuntó 0,7 puntos hasta los 54,6, señalando que el sector mantiene un notable dinamismo. Por otro lado, las cifras del sector turístico siguen siendo positivas. En julio, llegaron 10.851.172 turistas extranjeros que gastaron 15.535 millones de euros. Estas cifras suponen un avance del 7,3% y del 11,9% interanual, respectivamente. Respecto a julio de 2019, las llegadas están un 9,9% por encima y el gasto, un 30,1%.

**La creación de empleo en España se desacelera en agosto.** La afiliación a la Seguridad Social se redujo en agosto en 193.704 personas (-0,91% mensual), un descenso en línea con el habitual en un mes de agosto. Tanto en el del año pasado como en el promedio del periodo 2014-2019 el descenso fue del 0,9%. En términos desestacionalizados, el empleo anota en agosto una subida de 30.189 afiliados, tras haberse mantenido prácticamente plano en julio (+1.335). En consecuencia, en lo que va de 3T el crecimiento intertrimestral de los afiliados se desacelera hasta el 0,3%, desde el 0,8% del 2T. En cuanto al paro registrado, aumentó en 21.884 personas, un 0,9% en tasa mensual, algo por debajo de lo habitual en un mes de agosto (+32.000 de media en 2014-2019; un 1% de aumento mensual) y del dato de agosto de 2023 (+24.826; un 0,93% de aumento mensual) (véase la [Nota Breve](#)).

### España: afiliados a la Seguridad Social\*

Variación intermensual (miles)



Nota: \*Serie desestacionalizada.

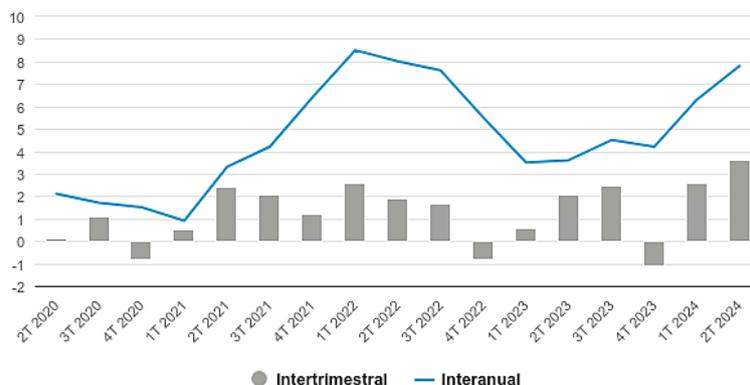
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITES.

**El nuevo crédito a hogares y empresas en España mantiene el dinamismo.** El nuevo crédito a los hogares (sin renegociaciones) aumentó un 16,8% interanual en el acumulado de enero a julio, con un aumento del 16,3% en el nuevo crédito a vivienda y del 18,3% en el crédito con finalidad consumo. El stock de crédito a vivienda, en cualquier caso, permanece estable con respecto a diciembre. Por su parte, la concesión de nuevo crédito a las empresas (sin renegociaciones) aumentó un 10,1% interanual en el acumulado hasta julio.

**El crecimiento del precio de la vivienda en España se acelera en el 2T.** El índice del precio de la vivienda marcó en el 2T un nuevo máximo en la serie disponible desde 2007 por segundo trimestre consecutivo, tras crecer un 7,8% interanual (6,3% anterior), el mayor incremento desde la primera mitad de 2022. Cabe señalar que, aunque el precio se encuentra un 4% por encima de su máximo anterior, en términos reales, aún se encuentra un 25% por debajo. Esta aceleración en el 2T fue generalizada por tipo de vivienda, pero más acusada en el caso de la nueva (11,2% desde un 10,1%), que registra tasas mucho más elevadas que la de segunda mano (7,3% desde 5,7%). Por regiones, todas registraron una aceleración de la tasa interanual respecto al 1T, siendo Navarra, Aragón y Andalucía las que registraron mayores tasas (por encima del 9,5%), frente a Castilla-La Mancha, Extremadura y Baleares, donde el ritmo fue más moderado (en el rango 5,3%-6,2%).

### España: precio de la vivienda (transacción)

Variación (%)



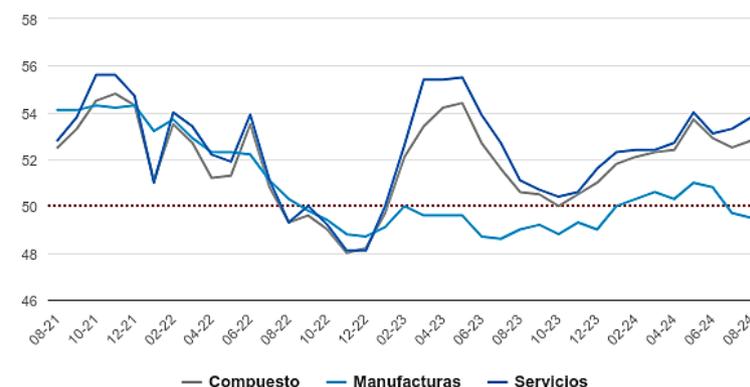
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

## Economía internacional

**El sector servicios se reactiva mientras que la actividad manufacturera global se debilita.** En agosto, el indicador PMI compuesto de actividad global se incrementó 3 décimas respecto al mes anterior, hasta situarse en los 52,8 puntos. A diferencia del mes anterior, la actividad global en los servicios reportó un ascenso notable gracias al aumento de los pedidos, mientras que la debilidad en las manufacturas siguió reflejándose en el descenso de la demanda, la producción y el empleo. Asimismo, un mes más, los empresarios apuntaron a una aceleración de los precios de producción, con mayor incidencia en las economías avanzadas que en las emergentes, y en su traslado parcial a los precios finales de venta. Por países, destacó el mal comportamiento de los indicadores de la eurozona, y en concreto de Alemania. Por el contrario, la India y, a bastante distancia, EE. UU. lideraron los avances. En el caso de China, las encuestas de actividad alimentaron cierto escepticismo entre los inversores, que vincularon la estabilización de los niveles de crecimiento a las ayudas promovidas por el Gobierno, aunque dudaron de su efectividad a medio plazo.

### Indicadores globales PMI

Nivel



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

**Débil inicio del 3T en la eurozona.** Respecto al consumo privado, las ventas minoristas crecieron en julio un modesto 0,1% intermensual, tras caer un 0,4% en junio, y apenas logran superar el nivel que marcaban hace un año. Este dato, no obstante, debe ser tomado con cautela, dado que, desde abril, Alemania no lo publica y en Italia es confidencial. En cuanto a la industria, los pedidos industriales en Alemania sorprendieron al alza al crecer un 2,9% mensual en julio (4,6% anterior, revisado al alza), si bien este resultado se explica por el aumento de más de un 86% de los pedidos de transporte. Sin esta partida, los pedidos retroceden un 0,4%. La debilidad de la industria se pone de manifiesto, no obstante, en el decepcionante dato de producción de julio en Alemania (-2,4% vs. 1,7%) y, en menor medida, en Francia (-0,5% vs. 0,8%), refrendando así la imagen de crisis en el sector.

**Se acentúan las señales de enfriamiento del mercado laboral de EE. UU.** En agosto, según el informe de ADP, se añadieron 99.000 nuevos empleos privados a la economía, muy por debajo de los 122.000 del mes anterior y de los 145.000 anticipados por el consenso de analistas, marcando así el quinto mes consecutivo en el que la creación de empleo cayó. Por su parte, el informe JOLTS de julio mostró que el número de vacantes cayó un 3,0% intermensual hasta los 7,67 millones, empujando a la baja la ratio de vacantes por desempleado del 4,8% al 4,6%, por debajo de los niveles previos a la pandemia. Las vacantes cayeron en varios sectores, aunque de manera más notable en los de construcción y salud, sin embargo en la industria manufacturera crecieron 3 décimas hasta el 3,8%, un buen augurio para un sector débil en los últimos meses. El informe JOLTS también mostró que los despidos se mantuvieron reducidos, lo que confirma que el enfriamiento del mercado laboral en EE. UU. se está originando en un enfriamiento de la demanda de empleo, frente a una oferta impulsada por los elevados flujos migratorios. Esta misma idea se reflejó en el *Beige Book* de agosto de la Fed, pues señaló que, en la mayoría de las regiones del país, el nivel de empleo se mantuvo estable y sin un incremento notable de despidos, pero con unas empresas reticentes a expandir sus plantillas. También destacó el *Beige Book* que la actividad creció ligeramente en el mes, consistente con la anticipada moderación tras un 2T que vio el crecimiento del PIB acelerarse. Esta tendencia se vio reflejada también en el ISM de servicios de agosto, que se mantuvo prácticamente sin cambios en 51,5 frente al 51,4 del mes anterior, todavía en terreno expansivo.

**Diverge el crecimiento económico de Brasil y Turquía.** En el 2T, el PIB de Brasil creció un 3,3% interanual, batiendo las expectativas y 0,8 p. p. superior al 1T 2024, gracias a la fortaleza de la industria y los servicios. Por el contrario, en Turquía la aplicación de medidas monetarias restrictivas redujo el ímpetu de la actividad empresarial y el consumo doméstico, y provocó que el crecimiento se situara en el 2,5% interanual desde el 5,3% en el 1T.

## Mercados financieros

**El BCE comenzará bajando tipos, un curso que se le irá complicando.** Todo apunta a que el BCE recortará los tipos en 25 p. b. en septiembre tras su pausa de julio, toda vez que los datos de inflación de agosto y el indicador de salarios negociados correspondiente al 2T han mostrado un descenso en línea con lo que el BCE podría requerir. Sin embargo, es probable que el BCE, que afronta aún una inflación que continúa por encima de su objetivo, y con resistencias en partidas inerciales, como los servicios, mantenga su cautela y dependencia de los datos respecto a su política futura (si bien las nuevas previsiones macroeconómicas que se publican en la reunión brindarán un marco para discutirla). Aunque el consenso entre los miembros del Consejo de Gobierno del Banco respecto al recorte de tipos en la reunión de septiembre es amplio y una mayoría considera que la senda reciente de desinflación da margen para acometer esta bajada, este consenso tenderá a desdibujarse a medida que en los próximos trimestres el tipo de intervención se vaya acercando al tipo neutral. En cuanto al resto de herramientas, el BCE seguirá reduciendo su balance, tanto por las devoluciones de las TLTRO (en lo que queda de año vencen los últimos 75.000 millones de euros) como por la disminución de las carteras del APP (en marcha de manera pasiva con reinversiones cero) y el PEPP, que comenzó en julio con reinversiones parciales, dejando vencer 7.500 millones de euros/mes, y se acelerará en 2025 con reinversiones cero (véase la [Nota Breve](#)).

**Cautela inversora previa al dato de empleo en EE. UU.** Tras la tormenta desatada en agosto por el mal dato de empleo de julio en EE. UU., la posibilidad de que el dato de empleo que se publica este viernes—correspondiente al mes de agosto—refrende un debilitamiento mayor de lo esperado del mercado laboral, lo que podría suponer unas bajadas de tipos de la Fed más rápidas e intensas de lo descontado hasta ahora, ha reducido el apetito por el riesgo inversor. Así, los tipos implícitos del mercado monetario han pasado a descontar una mayor probabilidad de que la Fed acometa hasta 100 p. b. de recortes en las tres reuniones que restan en 2024, mientras que para el BCE el ajuste en la semana ha sido de mucha menor entidad, y el mercado sigue descontando dos bajadas más en lo que resta de año. Los tipos soberanos han seguido cayendo con fuerza, desplazando las curvas de tipos hacia abajo a ambos lados del Atlántico, aunque con mayor intensidad en EE. UU. Las pendientes de las curvas de tipos se mantuvieron planas en la semana, tras la positividad que experimentaron a finales de agosto. En cuanto al mercado de valores, las pérdidas han sido generalizadas en los principales mercados tanto desarrollados como emergentes, con el índice Nikkei japonés y el tecnológico estadounidense Nasdaq liderando las pérdidas. En el caso del primero, se ha visto lastrado por las mayores

expectativas de que el BoJ siga subiendo los tipos de interés y la correlativa apreciación del yen en la semana, en un movimiento de reversión de posiciones de *carry trade* similar al experimentado a principios de agosto. En cuanto al resto de divisas, el dólar sufrió una ligera depreciación frente a sus principales pares, mientras que el euro se apreció ligeramente. Por último, en el mercado de materias primas, las dudas sobre la demanda en EE. UU. han castigado con fuerza el precio del crudo; y también la referencia europea de gas natural, el TTF holandés, cayó con fuerza en la semana lastrado por la débil demanda industrial y las elevadas reservas con que cuenta el continente.

|                              |                    | 5-9-24           | 30-8-24 | Var. semanal | Acumulado 2024 | Var. interanual |
|------------------------------|--------------------|------------------|---------|--------------|----------------|-----------------|
| <b>Tipos</b>                 |                    | (puntos básicos) |         |              |                |                 |
| Tipos 3 meses                | Eurozona (Euribor) | 3,47             | 3,49    | -2           | -44            | -33             |
|                              | EE. UU. (SOFR)     | 4,95             | 5,02    | -7           | -38            | -45             |
| Tipos 12 meses               | Eurozona (Euribor) | 3,05             | 3,09    | -4           | -46            | -100            |
|                              | EE. UU. (SOFR)     | 4,11             | 4,22    | -11          | -66            | -128            |
| Tipos 2 años                 | Alemania           | 2,30             | 2,39    | -9           | -10            | -82             |
|                              | EE. UU.            | 3,74             | 3,92    | -18          | -51            | -128            |
| Tipos 10 años                | Alemania           | 2,21             | 2,30    | -9           | 26             | -45             |
|                              | EE. UU.            | 3,73             | 3,90    | -17          | -15            | -55             |
|                              | España             | 3,02             | 3,13    | -11          | 12             | -68             |
|                              | Portugal           | 2,81             | 2,91    | -10          | 26             | -60             |
| Prima de riesgo<br>(10 años) | España             | 81               | 83      | -2           | -15            | -24             |
|                              | Portugal           | 60               | 61      | -1           | 0              | -15             |
| <b>Renta variable</b>        |                    | (porcentaje)     |         |              |                |                 |
| S&P 500                      |                    | 5.503            | 5.648   | -2,6%        | 15,4%          | 23,2%           |
| Euro Stoxx 50                |                    | 4.815            | 4.958   | -2,9%        | 6,5%           | 13,6%           |
| IBEX 35                      |                    | 11.274           | 11.402  | -1,1%        | 11,8%          | 21,0%           |
| PSI 20                       |                    | 6.741            | 6.760   | -0,3%        | 5,4%           | 10,8%           |
| MSCI emergentes              |                    | 1.076            | 1.100   | -2,2%        | 5,1%           | 9,6%            |
| <b>Divisas</b>               |                    | (porcentaje)     |         |              |                |                 |
| EUR/USD                      | dólares por euro   | 1,111            | 1,105   | 0,6%         | 0,7%           | 3,6%            |
| EUR/GBP                      | libras por euro    | 0,843            | 0,841   | 0,2%         | -2,8%          | -1,7%           |
| USD/CNY                      | yuanes por dólar   | 7,089            | 7,091   | 0,0%         | -0,2%          | -3,1%           |
| USD/MXN                      | pesos por dólar    | 19,868           | 19,728  | 0,7%         | 17,1%          | 13,0%           |
| <b>Materias Primas</b>       |                    | (porcentaje)     |         |              |                |                 |
| Índice global                |                    | 95,2             | 96,1    | -1,0%        | -3,5%          | -10,6%          |
| Brent a un mes               | \$/barril          | 72,7             | 78,8    | -7,8%        | -5,6%          | -19,8%          |
| Gas n. a un mes              | €/MWh              | 36,2             | 39,8    | -9,1%        | 11,9%          | 16,5%           |

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