

Economía española

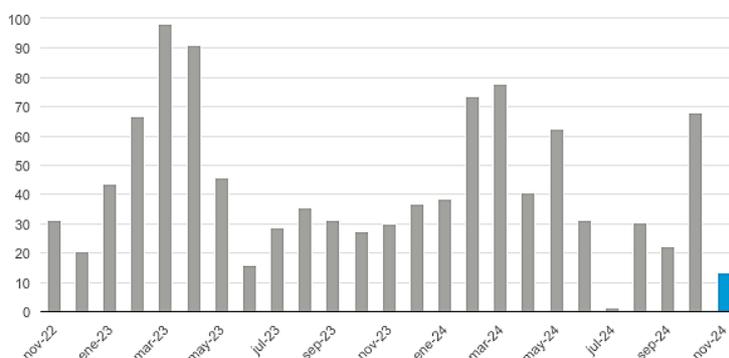
Los principales indicadores del 4T apuntan a la continuidad del dinamismo de la actividad en España. En noviembre, los PMI del sector manufacturero y del sector servicios se situaron en los 53,1 puntos. A pesar del descenso respecto al mes pasado, ambos indicadores se mantienen cómodamente dentro de la zona de expansión (por encima de 50). En octubre, el índice de producción industrial avanzó un 1,9% interanual en octubre (0,8 p. p. más que en septiembre), una mejora sustancial respecto al promedio del 3T (0,6%). El avance por tipo de bienes fue generalizado, destacando los bienes de equipo, que avanzaron con fuerza (+2,0% interanual), tras un 3T en negativo (-2,5%).

El turismo internacional se aceleró en octubre. Las llegadas de turistas internacionales aumentaron un 9,5% interanual en octubre (+9,1% interanual en septiembre), mientras que el gasto turístico internacional aumentó un 15,5% interanual (12,7% interanual en septiembre). Destaca en positivo el turismo alemán (+14,0% interanual en llegadas, +23,5% interanual en gasto), en tanto que el turismo británico sigue creciendo de manera más modesta (+4,8% llegadas, +10,0% gasto). La tasa de crecimiento interanual del turismo extranjero en octubre fue 2,3 p. p. superior a la de julio y agosto, continuando la tendencia hacia crecimientos más fuertes fuera de temporada.

El empleo se moderó ligeramente en noviembre en España. La afiliación a la Seguridad Social cayó en noviembre en 30.051 personas, un 0,14% intermensual, un descenso habitual por la caída del empleo en la hostelería, pero que este año supera ligeramente la cifra del año pasado (-0,06%) y la del promedio de dicho mes en 2014-2019 (-0,12%). En términos desestacionalizados, el empleo anota una subida mensual de 13.116 afiliados, el menor avance desde julio; en todo caso, el aumento de la afiliación en lo que va de 4T se acelera hasta el 0,5% trimestral desde el 0,3% del 3T. En cuanto a la afiliación en la provincia de Valencia, no se aprecia un impacto significativo derivado de la DANA: los afiliados crecieron en noviembre en 11.217, algo por debajo del año pasado (+17.235) y de la media del periodo 2014-2019 (+19.069), mientras que la tasa interanual se moderó desde el 2,7% al 2,2%, fruto de una caída del empleo en hostelería del 2,5% intermensual, muy superior a la habitual en dicho mes (-0,9% en 2014-2019) (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.

Los datos de ejecución hasta el 3T muestran un déficit público en España ligeramente menor que en los nueve primeros meses de 2023. El déficit consolidado de las Administraciones públicas, excluidas las corporaciones locales, en el acumulado de enero a septiembre de 2024, fue del 1,6% del PIB, frente al 1,7% del mismo periodo de 2023. Este resultado refleja el dinamismo de los ingresos tributarios (+7,5% interanual en el acumulado hasta septiembre) y de las cotizaciones sociales (+7,4% interanual), gracias a la evolución positiva del mercado de trabajo, de los salarios públicos y de las pensiones. Con todo, el crecimiento del gasto público fue de un notable 6,5% interanual en los primeros nueve meses de 2024, debido al aumento del gasto en transferencias sociales y remuneraciones de los empleados públicos. La evolución de los ingresos y los gastos apuntan a que el déficit público podría ser en 2024, excluidos los gastos por la DANA, algo menor que en 2023 (que al cierre del ejercicio se situó en el 3,5% del PIB) (véase la [Nota Breve](#)).

Mayor dinamismo en la concesión de crédito a hogares y empresas en octubre en España. La nueva concesión de crédito a hogares (sin renegociaciones) creció un 25% interanual en octubre (19% interanual en septiembre). El nuevo crédito de vivienda y con finalidad de consumo continuaron erigiéndose en motores de este dinamismo con ritmos de

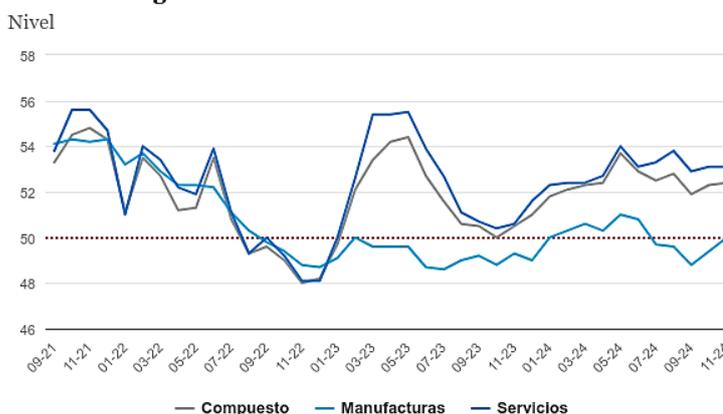
avance del 25,3% interanual y el 28,7% interanual, respectivamente. En el acumulado del año, el nuevo crédito de vivienda avanza un 17,2% interanual y consumo un 19,3% interanual. En empresas, el nuevo crédito (sin renegociaciones) creció un 12,5% interanual en octubre (7,3% interanual en septiembre).

El precio de la vivienda volvió a crecer con fuerza en el 3T 2024, con un aumento del 2,8% intertrimestral, según el INE. En términos interanuales, el precio se aceleró 3 décimas respecto al trimestre anterior (8,1% en el 3T 2024 frente al 7,8% del 2T). Tanto el precio de la vivienda de obra nueva como el de segunda mano crecieron con fuerza (2,8% intertrimestral en ambos casos), pero en términos interanuales la vivienda nueva es la que más crece (9,8% frente al 7,9% de la segunda mano). La fortaleza de la demanda y la escasez de oferta, junto con el descenso de los tipos de interés, hacen prever que la tendencia alcista del precio de la vivienda tendrá continuidad en los próximos trimestres.

Economía internacional

La actividad económica siguió en terreno de expansión en noviembre. El PMI compuesto de actividad global se situó en los 52,4 puntos en noviembre, 1 décima por encima del mes anterior y la mejor lectura desde agosto. En esta ocasión, y a diferencia de los meses anteriores, el sector manufacturero aportó positivamente (el indicador se situó por encima de los 50 puntos), gracias a la mejora de la producción y los nuevos pedidos. El sector servicios, como lleva ocurriendo desde hace casi dos años, mostró un crecimiento sólido. Otro aspecto que hay que destacar fue la recuperación de la confianza empresarial a niveles máximos desde junio. Por países, destacó la continuidad de la debilidad de la eurozona, motivada por la fragilidad de la actividad en Alemania, Francia e Italia, que contrasta con la mejora en EE. UU. En China, tanto el PMI como el Caixin (ambos indicadores en zona de expansión) mostraron cómo el crecimiento de la economía china siguió ganando ritmo en noviembre, especialmente gracias a la mejora del sector manufacturero.

Indicadores globales PMI



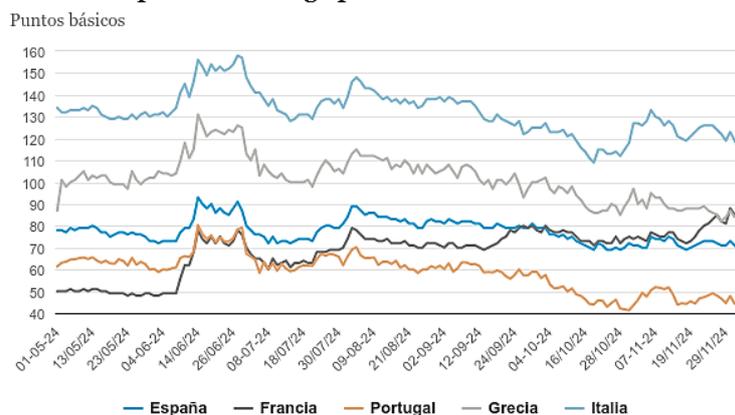
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

Se consolidan las señales de un aterrizaje suave de la economía estadounidense. Los ISM de noviembre sugieren que la actividad en EE. UU. comienza a moderarse tras el sólido crecimiento del 2T y 3T. El ISM de servicios cayó a 52,1 puntos desde 56 en octubre (ligeramente por debajo del promedio del 3T: 52,6), aunque se mantiene en terreno de expansión (por encima de 50). Por otro lado, el sector de manufacturas mostró una mejoría, repuntando de 46,5 a 48,8, el nivel más alto desde junio, pero todavía en niveles bajos, que apuntan a una continuidad de la debilidad del sector. En el mercado laboral, las vacantes aumentaron en octubre, con una ratio de vacante por desempleado en 1,1, cercano al promedio de 2019 (1,2) y lejos del pico de 2,0 de 2022. El informe de empleo privado no agrícola (ADP) mostró que en noviembre se crearon 146.000 nuevos empleos, 38.000 menos que en octubre, pero más que en verano, cuando el mercado de trabajo comenzó a enfriarse. Los datos sugieren que las condiciones del mercado laboral continúan normalizándose y, tal y como mencionó Waller (miembro de la Fed) esta semana, «pareciera finalmente estar en equilibrio». Esta normalización del mercado laboral también se reflejó en el *Beige Book* de la Fed, en el que se recoge una moderación en el alza de los precios (buena señal de inflación), así como un continuado dinamismo de la actividad.

Francia se enfrenta a una situación inédita en más de 60 años. El primer ministro francés, Michel Barnier, en el cargo apenas hace tres meses, ha perdido la moción de censura a la que se enfrentaba y ya ha presentado su dimisión. Es la

primera vez desde 1962 que un gobierno es destituido por una moción de censura. Francia se encuentra ahora sin Gobierno ni presupuestos para 2025. Dado que, constitucionalmente no puede disolverse el Parlamento y convocar nuevas elecciones legislativas antes de julio (cuando habrá pasado un año de su última constitución), se abren ahora varias posibilidades. La primera sería el nombramiento de un nuevo primer ministro por parte de Macron, pero lo importante no sería tanto el nombramiento, sino la capacidad para encontrar una mayoría alternativa para poder aprobar los presupuestos. Otra alternativa es la posibilidad de nombrar un gobierno técnico con un primer ministro sin mucho peso político que pueda aprobar un presupuesto de mínimos. De no tener un nuevo Gobierno, el actual podría seguir interino e intentar prorrogar los presupuestos de 2024 o que el presidente vaya aprobando parte de los presupuestos a través de decretos. En cualquier caso, esta tarde podremos tener más claridad en cómo se va a resolver la caída de Barnier, ya que Macron se dirigirá a los franceses en rueda de prensa. La otra clave es cómo se van a tomar los mercados financieros la no aprobación de los presupuestos, que ya ha comenzado a reflejarse en la prima de riesgo francesa.

Eurozona: primas de riesgo periféricas a 10 años



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

El ritmo de crecimiento en las principales economías emergentes comienza a dar signos de moderación. En el 3T 2024, la economía de India creció un 5,4% interanual, por debajo del 6,5% del 2T, en gran parte debido a la ralentización del gasto de las familias y la inversión, así como de las exportaciones de bienes. En Turquía, la política monetaria restrictiva ha empezado a tener efecto sobre el crecimiento de la economía, que se situó sobre el 2,1% interanual (frente al 2,4% del 2T). En la comparativa trimestral registró por segundo trimestre consecutivo un descenso del crecimiento del 0,2%, apuntando a una recesión técnica. En Brasil, aunque la economía creció un 4,0% interanual (0,4 p. p. más que el trimestre anterior), gracias al apoyo de la demanda doméstica, en términos trimestrales moderó el ritmo hasta el 0,9% desde el 1,4% en el 2T 2024.

Mercados financieros

El BCE bajará tipos en diciembre. En la reunión del próximo 12 de diciembre, se espera que el BCE baje los tipos en 25 p. b. y deje *depo* en el 3,00% (100 p. b. por debajo del pico alcanzado en septiembre de 2023, y tras cuatro recortes de tipos desde junio). Los 25 p. b. de recorte recogen el consenso que hay en el BCE para una distensión gradual de la política monetaria y, a la vez, equilibran dos visiones complementarias del escenario: la cautela de algunos miembros del Banco Central para no dar todavía por finalizada la lucha contra la inflación, con la preocupación de otros por el riesgo de mantener una política restrictiva en un contexto de enfriamiento de la actividad económica. Las últimas cifras de inflación son inferiores a lo previsto por el BCE y algunos de los indicadores incluso reflejan tasas alrededor del 2%. Sin embargo, a una parte de esta desinflación se le acaba el recorrido, al recoger la normalización pasada de factores de oferta (por ejemplo, la inflación negativa en energía y más baja de lo habitual en bienes), mientras que los servicios siguen en tasas altas (con previsión y señales de enfriarse, pero con la cautela que aconseja un mercado laboral sólido). En actividad, las señales de enfriamiento son más evidentes en indicadores *soft* y de confianza (por ejemplo, los PMI han caído sostenidamente a zona contractiva), que en los datos de mayor calidad, pero de publicación más rezagada (por ejemplo, el PIB aceleró de un 0,1% trimestral en el 4T 2023 a un 0,4% trimestral en el 3T 2024; aunque la volatilidad de Irlanda y los juegos olímpicos de París dificultan la lectura del último dato). Todo ello, sumado a un mapa de riesgos exigentes, hace que un recorte de 25 p. b. en diciembre y un mensaje que transmita la intención de seguir bajando los

tipos de interés en reuniones futuras, permitan acompasar mejor la distensión de la política monetaria a la velocidad con la que se esclarecen las incertidumbres del escenario y de los propios datos (véase la [Nota Breve](#)).

Aumento del apetito por el riesgo pese a la incertidumbre política. En cuanto a los tipos de interés, relativa estabilidad en la deuda soberana en esta semana corta, con movimientos leves y mixtos a ambos lados del Atlántico. En la eurozona, el colapso del Gobierno francés tras no conseguir aprobar unos presupuestos con recortes de gastos ha supuesto una ligera ampliación de la prima francesa, en un contexto de estabilidad de otros diferenciales periféricos como España o Portugal, e incluso caídas de la prima italiana. A la incertidumbre política se suma la debilidad económica de los países del núcleo de la eurozona, con los PMI compuestos de Francia y Alemania para noviembre ligeramente peores de lo esperado y ambos en zona contractiva. En este contexto, los implícitos del mercado monetario siguen descontado una bajada de 25 p. b. en su próxima reunión de diciembre (y unos 150 p. b. de bajadas adicionales hasta junio) y el euríbor 12 meses cede 11 p. b. en lo que llevamos de semana. En EE. UU. los datos de empleo conocidos en la semana, tanto de nuevas vacantes en octubre como de la encuesta ADP para noviembre, arrojaron resultados en general positivos, aunque mixtos, a la espera de que el viernes se conozcan los datos de empleo. Por otro lado, el PMI compuesto fue ligeramente inferior a lo esperado, aunque en zona claramente expansiva. En este contexto, el mercado sigue esperando una bajada de 25 p. b. de la Fed en su reunión del 18 de diciembre, aunque Powell ha señalado en sus últimas declaraciones que la economía se encuentra mejor de lo que se esperaba en septiembre cuando comenzaron su ciclo de bajadas y que la Fed puede permitirse ser algo más cauta. En cuanto a la renta variable, ganancias generalizadas en los índices de los mercados desarrollados. Los índices europeos rebotan tras un mal mes de noviembre, con algunos operadores de mercado señalando que la caída del Gobierno francés podría suponer unos menores impuestos en los próximos trimestres, y alentados por algunos datos que apuntan a una ligera mejoría del ciclo en China. En cuanto al mercado de divisas, leve apreciación del euro frente al dólar y también destaca la apreciación del yen, donde unos datos de inflación algo mayores a lo esperado han hecho repuntar las expectativas de subidas de tipos del Banco de Japón. Por último, en el mercado de materias primas, caídas de los precios de gas natural en Europa, a medida que aumenta el suministro de gas natural licuado por mar para amortiguar el impacto de un tiempo más frío de lo habitual.

		4-12-24	29-11-24	Var. semanal	Acumulado 2024	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euríbor)	2,88	2,93	-6	-103	-108
	EE. UU. (SOFR)	4,44	4,47	-3	-89	-94
Tipos 12 meses	Eurozona (Euríbor)	2,35	2,46	-11	-117	-144
	EE. UU. (SOFR)	4,21	4,25	-4	-56	-84
Tipos 2 años	Alemania	1,95	1,95	+0	-45	-66
	EE. UU.	4,13	4,15	-2	-12	-45
Tipos 10 años	Alemania	2,06	2,09	-3	12	-19
	EE. UU.	4,18	4,17	1	30	2
	España	2,76	2,79	-3	-14	-49
	Portugal	2,51	2,54	-3	-4	-40
Prima de riesgo (10 años)	España	70	70	0	-26	-31
	Portugal	45	45	0	-16	-22
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		6.086	6.032	0,9%	27,6%	33,3%
Euro Stoxx 50		4.919	4.804	2,4%	8,8%	10,5%
IBEX 35		11.932	11.641	2,5%	18,3%	16,5%
PSI 20		6.376	6.418	-0,7%	-0,3%	-3,0%
MSCI emergentes		1.100	1.079	2,0%	7,5%	13,2%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,051	1,058	-0,6%	-4,8%	-2,6%
EUR/GBP	libras por euro	0,828	0,831	-0,4%	-4,5%	-3,5%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,264	7,247	0,2%	2,3%	1,6%
USD/MXN	pesos por dólar	20,297	20,376	-0,4%	19,6%	16,8%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		97,3	98,1	-0,8%	-1,3%	-2,3%
Brent a un mes	\$/barril	72,3	72,9	-0,9%	-6,1%	-6,3%
Gas n. a un mes	€/MWh	47,0	47,8	-1,6%	45,4%	23,4%

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