

# IM10

INFORME MENSUAL

NÚMERO 493 | OCTUBRE 2024



## ECONOMÍAS Y MERCADOS INTERNACIONALES

---

### MERCADOS FINANCIEROS

*Energía: revisión del escenario en tiempos revueltos*

### ECONOMÍA INTERNACIONAL

*Modesto deterioro de las expectativas de crecimiento para la economía internacional*

*Las claves del enfriamiento del mercado laboral estadounidense*

*Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas*

## ECONOMÍA ESPAÑOLA

---

*Se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB en España*

*El sector turístico español bate todos los récords en verano de 2024*

## INFORME MENSUAL

Octubre 2024

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y por BPI Research (UEEF)

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

#### Enric Fernández

Economista jefe

#### José Ramón Díez

Director de Economías y

Mercados Internacionales

#### Oriol Aspachs

Director de Economía Española

#### Sandra Jódar

Directora de Planificación Estratégica

#### Rita Sánchez Soliva y

#### Nuria Bustamante

Coordinadoras del *Informe Mensual*

### BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt/](http://www.bancobpi.pt/)

<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudios-e-mercados/mercados-financeiros>

[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

#### Paula Carvalho

Economista jefe

Fecha de cierre de esta edición:

8 de octubre de 2024

## ÍNDICE

### 1 EDITORIAL

### 3 LAS CLAVES DEL MES

### 4 PREVISIONES

### 7 MERCADOS FINANCIEROS

- 9 *Energía: revisión del escenario en tiempos revueltos*  
Beatriz Villafranca

### 12 ECONOMÍA INTERNACIONAL

- 14 *Modesto deterioro de las expectativas de crecimiento para la economía internacional*  
Rita Sánchez Soliva
- 16 *Las claves del enfriamiento del mercado laboral estadounidense*  
Isabela Lara White
- 18 *Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas*  
María Romero Meléndez y David del Val

### 22 ECONOMÍA ESPAÑOLA

- 24 *Se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB en España*  
Oriol Carreras y Javier Garcia-Arenas
- 26 *El sector turístico español bate todos los récords en verano de 2024*  
David Cesar Heymann

### 30 ECONOMÍA PORTUGUESA

## Elecciones americanas en una nueva fase

El apasionante año electoral que hemos afrontado en 2024, en el que más de la mitad de la población mundial ha sido llamada a las urnas, se va a cerrar con las elecciones presidenciales americanas del 5 de noviembre, en las que, además, se renueva un tercio del Senado y la totalidad de la Cámara de Representantes. Las diferentes combinaciones de resultados que perfilarán los *checks and balances* entre poder legislativo y ejecutivo de la primera potencia económica mundial son especialmente relevantes en esta ocasión. Tanto por los desafíos presentes en el escenario económico y geopolítico como por los perfiles y programas antagónicos de los candidatos, lo que aumenta la incertidumbre sobre los principales rasgos que presentará tanto la política económica como la política exterior en los próximos cuatro años. Siendo conscientes de que, probablemente, la contienda se va a decidir en un puñado de condados de los *swing states*, con el consiguiente riesgo de impugnaciones, recuentos de votos y retraso en el resultado final.

El punto de partida es una economía americana que, tras superar la fase inflacionista pos-COVID y la etapa presidida por la contundente respuesta de política monetaria posterior, va perdiendo fuelle una vez que el ahorro acumulado durante la pandemia se ha ido evaporando y los efectos del endurecimiento monetario se empiezan a notar en el mercado de trabajo. Con unos desequilibrios macroeconómicos que continúan siendo notables, tanto en el lado monetario (inflación), pese a los avances de los últimos 12 meses como, sobre todo, en la vertiente fiscal, con un déficit público estructural cercano al 6% del PIB y una deuda pública que puede cerrar esta década por encima del 130% del PIB. Reflejando los efectos de los programas de gasto y de inversión públicas aprobados desde la pandemia y el mantenimiento de los ingresos fiscales en niveles muy bajos para un país desarrollado (30% del PIB). La necesidad de un programa de consolidación presupuestaria a medio plazo choca con las intenciones de los dos candidatos que, bien sea por el lado del gasto social y en transición energética e infraestructuras (Kamala Harris) o de la bajada de impuestos (Donald Trump), no parecen dispuestos a romper las inercias fiscales actuales. Por tanto, la primera conclusión es que la política fiscal va a seguir manteniendo un tono claramente expansivo, independientemente del ganador, lo que aumentará las ya de por sí elevadas necesidades de financiación del Tesoro, que puede presionar al alza los tipos de interés globales y dificultar el proceso de normalización de la política monetaria.

Por el lado de la oferta, las diferencias son más sustanciales. El endurecimiento de los controles migratorios en el caso de una victoria del candidato republicano puede suponer un freno al intenso aumento de la población activa que se ha producido en los últimos dos años (+2,4% o 4 millones de personas), en un 40% con origen en trabajadores extranjeros, lo que ha permitido cerrar la enorme brecha entre oferta y demanda de trabajo existente en marzo de 2022 (dos vacantes por persona desempleada). Mientras, en el ámbito comercial, Trump aumentará las barreras comerciales independientemente de que los países afectados sean aliados (10% de arancel universal) o no (60% mínimo para productos fabricados en China), con la duda de si puede haber algo de afectación al USMCA, especialmente en el caso de autos producidos en México con capital chino. En el caso de Harris, las políticas de oferta supondrán continuidad con lo visto en los últimos años: sin cambios apreciables en aranceles, apuesta por energías limpias, reforzamiento de las políticas de competencia y búsqueda de un *de-risking* controlado. Todo lo anterior es lo normal en campaña, pero si ponemos todas las promesas encima de la mesa, el movimiento de las curvas de oferta y demanda nos llevaría a un punto de equilibrio con más inflación, pero no con mucho más crecimiento. Seguramente la realidad será diferente y los *bonds* vigilantes también pueden hacer su trabajo pero, como mínimo, debemos esperar algo de más inestabilidad en los mercados financieros a corto plazo. Con un escenario de riesgo en el que un *Republican sweep* (victoria de Trump y control republicano en ambas cámaras) nos pueda llevar a una economía más cerrada, más desequilibrada y con menor crecimiento potencial, a la espera de los efectos en productividad de la IA.

En el ámbito geopolítico, los múltiples frentes bélicos abiertos, los cambios estructurales en el proceso de globalización, la búsqueda generalizada de autonomía estratégica o la propia política de defensa pueden estar afectadas por el resultado de las elecciones. Teniendo en cuenta que en las relaciones con China no va a haber diferencias sensibles entre candidatos (y, probablemente, tampoco muchas en la posición ante el conflicto de Oriente Medio), es en la relación con Europa, tanto en la gestión del conflicto entre Rusia y Ucrania como en el papel que jugará EE. UU. en la OTAN a futuro, donde el resultado de las elecciones no va a ser indiferente. En definitiva, como recientemente nos recordaba Adam Tooze, en un momento en el que la vieja política económica americana no acaba de morir, los próximos cuatro años marcarán el perfil de la nueva, lo que hace aún más importante el resultado de estos comicios electorales.

José Ramón Díez  
Octubre de 2024

## Cronología

### SEPTIEMBRE 2024

- 12 El BCE recortó los tipos de interés 25 p. b. y situó el *depo* en el 3,50% y el *refi* en el 3,65%.
- 18 La Fed recortó los tipos de interés 50 p. b. hasta el intervalo de 4,75%-5,00%, tras haberlos subido 500 p. b. desde marzo de 2022.

### JULIO 2024

- 26 Arrancan los Juegos Olímpicos en París.
- 31 El Banco de Japón subió por sorpresa el tipo de interés de referencia hasta el 0,25% (desde el rango 0,0%-0,1% anterior), máximo desde finales de 2008.

### MAYO 2024

- 31 La agencia Standard & Poor's rebaja la nota crediticia de Francia de AA a AA-.

### AGOSTO 2024

- 1-5 Fuertes turbulencias en los mercados financieros, a consecuencia de la decisión del Banco de Japón y de unos datos de empleo de julio en EE. UU. peor de lo esperado.
- 12 La OPEP revisa ligeramente a la baja la demanda mundial de petróleo en 2024 y 2025, debido sobre todo a la desaceleración del consumo en China.
- 23 La Fed comenzará a reducir los tipos de interés en septiembre, según apunta Powell en Jackson Hole.

### JUNIO 2024

- 2 La OPEP acuerda extender sus recortes a la producción de crudo (3,66 millones bpd hasta diciembre de 2025 y 2,2 millones bpd hasta septiembre de 2024, pero con una retirada gradual hasta septiembre de 2025).
- 6 El BCE baja tipos en 25 p. b. y sitúa el *depo* en el 3,75% y el *refi* en el 4,25%.

### ABRIL 2024

- 9 El programa Copernicus de la UE informa que marzo de 2024 es el décimo mes consecutivo que marca récord de temperatura en el mes desde que hay datos históricos (año 1850).

## Agenda

### OCTUBRE 2024

- 1 Portugal: empleo y desempleo (agosto).  
Eurozona: avance del IPC (septiembre).
- 2 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (septiembre).
- 6 Consejo Europeo.
- 9 España: cuentas financieras (2T).
- 10 Portugal: cuentas financieras (2T).
- 15 Portugal: encuesta de préstamos bancarios (octubre).
- 17 Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo.
- 18 China: PIB (3T).
- 21 España: créditos, depósitos y morosidad (agosto).
- 25 España: encuesta de población activa (3T).
- 30 España: avance del PIB (3T).  
España: avance del IPC (octubre).  
Portugal: avance del PIB (3T).  
Eurozona: PIB (3T).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (octubre).  
EE. UU.: PIB (3T).
- 31 Portugal: ejecución presupuestaria (septiembre).  
Portugal: actividad turística (septiembre).  
Eurozona: avance del IPC (octubre).

### NOVIEMBRE 2024

- 4 Portugal: deuda pública (3T).
- 5 España: afiliación a la Seguridad Social y paro registrado (octubre).
- 6 Portugal: empleo (3T).
- 6-7 Comité de Mercado Abierto de la Fed.
- 7 España: producción industrial (septiembre).
- 8 España: *rating* Fitch.
- 13 Portugal: coste laboral (3T).
- 14 Japón: PIB (3T).
- 15 Portugal: *rating* Moody's.
- 19 Portugal: balanza de pagos (septiembre).
- 22 España: créditos, depósitos y morosidad (septiembre).
- 28 Portugal: créditos y depósitos (octubre).  
España: avance del IPC (noviembre).  
Eurozona: índice de sentimiento económico (noviembre).
- 29 España: *rating* DBRS.  
Portugal: desglose del PIB (3T).  
Eurozona: avance del IPC (noviembre).

## Las cinco claves del dinamismo económico en España

La economía española ha demostrado una notable resiliencia en un entorno global desafiante. A pesar de la crisis energética, las interrupciones en la cadena de suministro global, el *shock* inflacionario y el endurecimiento monetario subsiguiente, el PIB español se sitúa ampliamente por encima de los niveles previos a la pandemia. Según las últimas estimaciones del INE, en el 2T 2024, el PIB se encontraba un 5,7% por encima de los niveles prepandémicos. En contraste, el incremento del PIB de la eurozona ha sido más modesto, con un avance del 3,9%.

Los datos más recientes siguen mostrando una economía dinámica. En el 2T 2024, el PIB volvió a superar las expectativas, registrando un crecimiento trimestral del 0,8%, claramente superior al 0,2% del conjunto de la eurozona. Además, las perspectivas siguen siendo prometedoras, con un amplio margen para seguir creciendo. La brecha del PIB español en relación con la trayectoria prepandémica es sustancial, aproximadamente del 6%. Hay cinco factores que invitan a pensar que este *gap* se irá cerrando gracias a un crecimiento que probablemente seguirá siendo superior al promedio histórico del 2,0%.

En primer lugar, destaca la sólida salud financiera del conjunto de los hogares. A nivel agregado, el nivel de deuda es bajo, situándose en el 45% del PIB, en contraste con el 81% alcanzado en 2012 o el 52% actual de la eurozona. La elevada tasa de ahorro también ha fortalecido los balances de los hogares, situándose en el 13,4% de la renta disponible bruta, muy por encima del promedio histórico del 8,6%. Finalmente, la riqueza financiera neta de los hogares alcanza el 232% de la renta disponible bruta. Así, el punto de partida para que el consumo siga creciendo de forma dinámica en los próximos años es favorable. De hecho, es probable que acelere algo el paso a medida que la inflación y los tipos de interés se normalicen.

El segundo punto fuerte de la economía española es su diversificada base exportadora, que fortalece la resiliencia económica. Las exportaciones, tanto en términos de productos como de países, están más diversificadas que en ciclos anteriores, y cada vez son más las empresas que exportan. En la última década, el número de exportadores regulares ha aumentado casi un 30%. Todo ello ha dado un importante impulso a las exportaciones españolas, que ahora representan el 38% del PIB frente al 26% de 2013. Su comportamiento ha sido especialmente dinámico en los últimos años, situándose un 10,9% por encima de los niveles de 2019 en términos reales, impulsadas por las exportaciones de servicios, que ya se encuentran un 35,0% por encima de los registros previos a la pandemia. Todo ello ha

ayudado a mantener superávits significativos en la cuenta corriente y a reducir la deuda externa, con la posición de inversión internacional neta (PIIN) situándose en el 47% del PIB, en comparación con el 86% en 2020.

En tercer lugar, y no por ello menos importante, destaca la diversificación sectorial de la economía española, en parte impulsada por el despliegue de los fondos europeos NGEU. El turismo sigue siendo un motor significativo del crecimiento económico. CaixaBank Research estima que el PIB turístico cerrará 2024 un 11,5% por encima de los niveles de 2019. Pero otros sectores también sobresalen: información y comunicaciones se encuentra un 23,4% por encima del 4T 2019; actividades inmobiliarias, un 15,9%; actividades profesionales, un 15,6%; y la industria manufacturera, un 10,2%. En el contexto internacional actual, con una elevada incertidumbre y *shocks* sectoriales en distintos países, la diversificación sectorial es un activo a preservar. De hecho, para los próximos años, a medida que los tipos de interés se vayan normalizando, es probable que la inversión empresarial gane dinamismo y afiance el tejido productivo del país.

Finalmente, hay dos factores adicionales que en el ciclo actual han entrado en escena de forma inesperada y que también están jugando un papel destacado: el crecimiento demográfico y la diversificación del *mix* energético. En los últimos dos años, la población ha aumentado algo por encima del 1% anual, en gran parte debido a la llegada de un millón de personas nacidas en el extranjero. Este influjo ha incrementado y rejuvenecido la fuerza laboral, y las proyecciones indican que en los próximos años la población seguirá creciendo a un ritmo similar. Por otro lado, destaca la diversificación del *mix* energético, con una creciente importancia de las energías renovables en la producción de electricidad. En 2023, las renovables representaron el 50% de la producción, un aumento de 13 p. p. desde 2019. Esto reduce la dependencia energética, mejora la seguridad de suministro y permite que los sectores más intensivos en energía, como la industria manufacturera, ganen competitividad.

En este contexto, CaixaBank Research ha mejorado las previsiones de crecimiento para la economía española. Para 2024, el crecimiento esperado del PIB se sitúa ahora en el 2,8%, 0,4 p. p. por encima de la previsión anterior. Para los próximos años, se espera que el ritmo de avance siga siendo dinámico, con un crecimiento superior al 2,0%, impulsado por un mayor protagonismo de la demanda interna y, en especial, del consumo de los hogares y la inversión.

Oriol Aspachs

Promedio del último mes del periodo, excepto cuando se especifica lo contrario

### Mercados financieros

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>TIPOS DE INTERÉS</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (límite superior)	3,43	0,77	0,25	4,50	5,50	4,50	3,25
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,16	3,07
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	3,62	3,10
Deuda pública 2 años	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	3,60	3,35
Deuda pública 10 años	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	3,80	3,80
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,25	2,25
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,40	2,40
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	3,18	2,20
Euríbor 1 mes	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	3,18	2,21
Euríbor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	3,19	2,21
Euríbor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	3,00	2,14
Euríbor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,80	2,06
<b>Alemania</b>							
Deuda pública 2 años	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,15	2,05
Deuda pública 10 años	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,10	2,00
<b>España</b>							
Deuda pública 3 años	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,41	2,32
Deuda pública 5 años	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,50	2,41
Deuda pública 10 años	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	2,80
Prima de riesgo	11	158	73	105	98	80	80
<b>Portugal</b>							
Deuda pública 3 años	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,62	2,53
Deuda pública 5 años	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,63	2,56
Deuda pública 10 años	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,80	2,75
Prima de riesgo	19	297	65	97	63	70	75
<b>TIPO DE CAMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,12	1,13
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,84	0,86
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	160,00	156,00
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	76,0	73,5
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	68,1	65,0

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

### Economía internacional

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>CRECIMIENTO DEL PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,4	2,9	6,5	3,5	3,3	3,1	3,3
<b>Países desarrollados</b>	2,7	1,0	5,7	2,6	1,7	1,7	1,8
Estados Unidos	2,7	1,5	6,1	2,5	2,9	2,6	1,9
Eurozona	2,3	0,3	6,2	3,4	0,5	0,7	1,3
Alemania	1,6	0,8	3,6	1,4	-0,1	0,0	0,7
Francia	2,3	0,3	6,8	2,6	1,1	1,1	1,2
Italia	1,5	-1,0	8,3	4,1	1,0	0,8	1,1
Portugal	1,5	-0,2	5,7	6,8	2,3	1,7	2,3
España	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	2,3
Japón	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	1,1	1,0
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,4	4,4	7,0	4,1	4,4	4,2	4,2
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,2	4,6	4,0
India	7,2	5,7	10,3	6,7	7,7	6,6	6,8
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	2,5	1,8
México	2,3	0,7	6,1	3,7	3,2	2,1	2,1
Rusia	-	1,0	5,9	-1,3	3,7	3,1	1,3
Turquía	5,5	4,3	11,4	5,5	5,1	3,4	3,5
Polonia	4,2	3,2	6,9	5,9	0,1	2,8	3,6
<b>INFLACIÓN</b>							
<b>Mundial</b>	4,2	3,7	4,7	8,7	6,8	5,7	4,3
<b>Países desarrollados</b>	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,7	2,1
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,9	2,0
Eurozona	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,2
Alemania	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
Francia	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,5	2,0
Italia	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,3	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
España	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Japón	-0,3	0,4	-0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,6	2,3
<b>Países emergentes y en desarrollo</b>	6,7	5,5	5,9	9,8	8,3	7,9	5,7
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,1	1,4
India	4,6	7,2	5,1	6,7	5,7	4,8	4,6
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,6	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,5	4,5	3,9
Rusia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	6,6	4,5
Turquía	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polonia	3,5	2,1	5,2	13,2	10,8	4,1	4,6

Previsiones

Variación del promedio del año sobre el promedio del año anterior (%), salvo indicación expresa

### Economía española

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	3,7	-0,9	7,2	4,9	1,7	2,5	2,5
Consumo de las AA. PP.	4,5	1,1	3,6	0,6	5,2	3,6	1,6
Formación bruta de capital fijo	5,7	-1,8	2,6	3,3	2,1	2,7	3,4
Bienes de equipo	4,9	-0,9	3,3	2,9	1,1	1,8	4,3
Construcción	5,7	-3,0	0,5	2,2	3,0	3,5	3,0
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	4,4	-0,9	6,9	3,9	1,7	2,4	2,4
Exportación de bienes y servicios	4,7	1,1	13,4	14,3	2,8	3,0	2,3
Importación de bienes y servicios	7,0	-1,0	15,0	7,7	0,3	1,9	2,8
<b>Producto interior bruto</b>	<b>3,6</b>	<b>-0,2</b>	<b>6,7</b>	<b>6,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	3,2	-1,0	7,3	4,1	3,2	2,3	2,1
Tasa de paro (% pobl. activa)	10,5	19,2	14,9	13,0	12,2	11,6	11,2
Índice de precios de consumo	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	3,0	2,5
Costes laborales unitarios	3,1	1,2	1,2	1,9	6,1	4,5	3,3
Saldo op. corrientes (% PIB)	-5,8	-0,2	0,8	0,4	2,7	3,1	3,1
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-5,1	0,3	1,6	1,1	3,6	4,1	4,1
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,3	-6,8	-6,7	-4,6	-3,5	-3,0	-2,6

Nota: 1. No incluye pérdidas por ayudas a instituciones financieras.

■ Previsiones

### Economía portuguesa

	Promedio 2000-2007	Promedio 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo de los hogares	1,7	-0,1	4,7	5,6	1,6	1,6	1,9
Consumo de las AA. PP.	2,3	-0,2	4,5	1,4	1,0	1,0	0,8
Formación bruta de capital fijo	-0,4	-0,8	8,1	3,0	2,6	2,4	6,0
Bienes de equipo	3,2	2,0	15,3	5,5	4,6	-	-
Construcción	-1,5	-2,3	7,4	1,3	-0,3	-	-
Demanda nacional (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	4,7	1,4	1,7	2,5
Exportación de bienes y servicios	5,3	2,2	12,3	17,4	4,1	3,7	4,6
Importación de bienes y servicios	3,6	1,5	12,3	11,1	2,2	3,8	5,2
<b>Producto interior bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>
<b>Otras variables</b>							
Empleo	0,4	-0,6	2,2	3,3	2,3	0,9	1,3
Tasa de paro (% pobl. activa)	6,1	11,1	6,7	6,1	6,5	6,5	6,4
Índice de precios de consumo	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Saldo op. corrientes (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,1	1,4	1,2	1,4
Cap. o nec. financ. resto mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,2	2,7	2,8	3,1
Saldo público (% PIB)	-4,6	-5,1	-2,9	-0,3	1,2	0,3	0,4

■ Previsiones



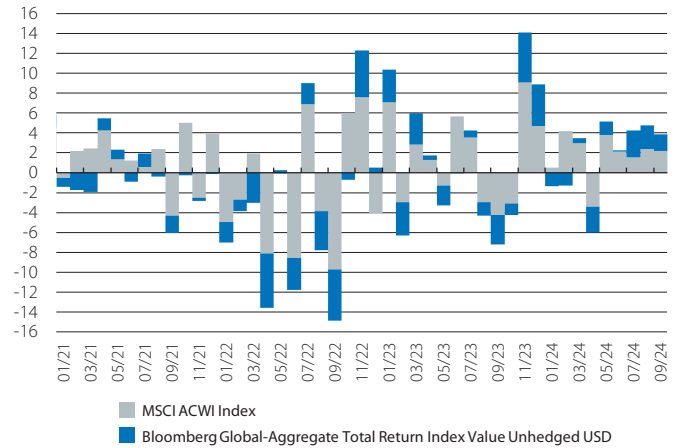
## Diversos vientos de cola soportan el apetito por el riesgo inversor en septiembre

**Septiembre cerró un 3T de ganancias generalizadas en los mercados.** Los inversores se terminaron de sacudir en el mes la intensa y súbita corrección de principios de agosto, gracias a diversos vientos de cola que permitieron ganancias generalizadas en la mayoría de los mercados y activos (septiembre fue el quinto mes consecutivo de ganancias simultáneas en renta variable y renta fija global). El primero de ellos fue la senda de bajadas de tipos en la que, tras recortar la Fed 50 p. b. en septiembre, se situaron definitivamente la gran mayoría de los bancos centrales de los mercados desarrollados, en un contexto en el que a ambos lados del Atlántico la desinflación progresa y los mercados laborales se muestran aún resilientes, dada la avanzada fase del ciclo. Un segundo soporte ha sido la caída en el precio del crudo a lo largo de septiembre, causada tanto por la débil demanda china como por una Arabia Saudí que estaría barajando un cambio de estrategia y aumentar la producción para ganar cuota de mercado a partir de diciembre. El recrudecimiento de las tensiones en Oriente Medio, no obstante, revirtió esta tendencia, y supuso un viento de cara para el mercado a principios de octubre. Por último, el gran estímulo monetario y fiscal de las autoridades chinas supuso un fuerte impulso tanto para la renta variable del país (que acumulaba uno de los peores desempeños en el año) como a la de las geografías más expuestas, como la eurozona o Australia.

**Los recortes de los bancos centrales prolongaron las caídas de los tipos monetarios.** La rebaja de la Fed de los tipos de interés en 50 p. b. en su reunión de septiembre, cuando confirmó además su cambio de foco de los riesgos inflacionistas hacia el sostenimiento del mercado laboral, aumentó las expectativas de los inversores de rápidas y contundentes bajadas de tipos de los principales bancos centrales, e indujo una fuerte caída en los tipos del mercado monetario. Para el BCE, los implícitos de este mercado pasaron de descontar en agosto un tipo *depo* en el 2% en el 1T 2026 a esperar a finales de septiembre que el *depo* alcanzaría el 1,75% ya en septiembre de 2025. En el caso de la Fed, el ajuste fue similar en magnitud, y se pasó de descontar un nivel de llegada del 3% a finales de agosto a uno del 2,75% a finales de septiembre, aunque este se dilataría más en el tiempo. Estos niveles de llegada de los tipos de intervención se situarían por debajo de los que el consenso de analistas estima actualmente como niveles neutrales. La situación, no obstante, es volátil, y el inusitado dinamismo del mercado laboral estadounidense en septiembre desató una nueva revisión de expectativas.

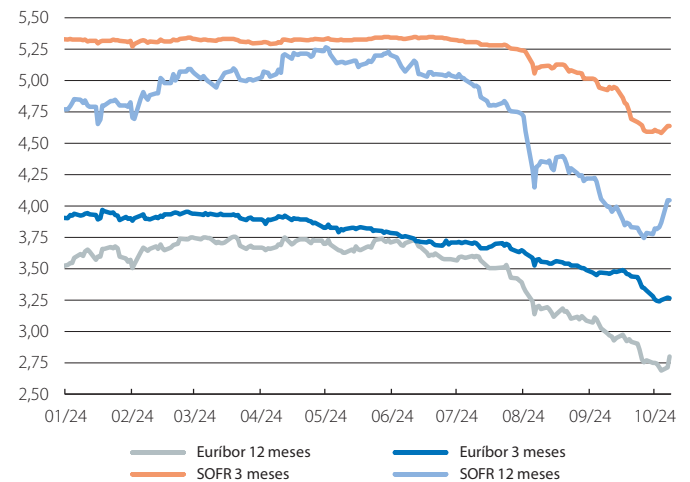
**Caídas en la rentabilidad de la deuda soberana y positividad de pendientes.** También la rentabilidad de la deuda soberana cayó en septiembre de forma generalizada a ambos lados del Atlántico (si bien más intensamente las referencias a más corto plazo y con positividad de las pendientes de las curvas) para cerrar un trimestre de ganancias inversoras. En la eurozona, fue reseñable la ampliación de la prima de riesgo francesa, en un contexto de estrechamiento de diferenciales periféricos. El mal desempeño de la deuda francesa tuvo lugar en un mes de transición política, durante el que el nuevo Gobierno fue paulatinamente reconociendo la magnitud del problema fiscal. Esto, unido a distintos rumores y noticias sobre los recortes y reformas para atajar el déficit –que según el ministro de Finanzas podría

### Desempeño mensual en renta fija y renta variable global (%)



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

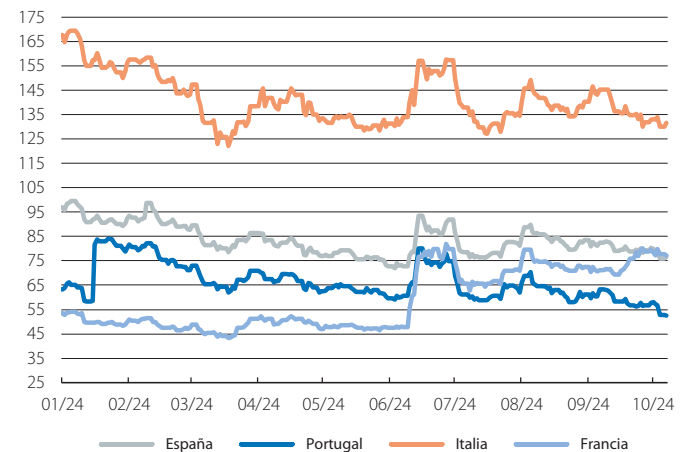
### Tipos de interés interbancarios (%)



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

### Primas de riesgo periféricas de la eurozona

Diferencia en la rentabilidad de la deuda soberana a 10 años respecto a la referencia alemana (p. b.)



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

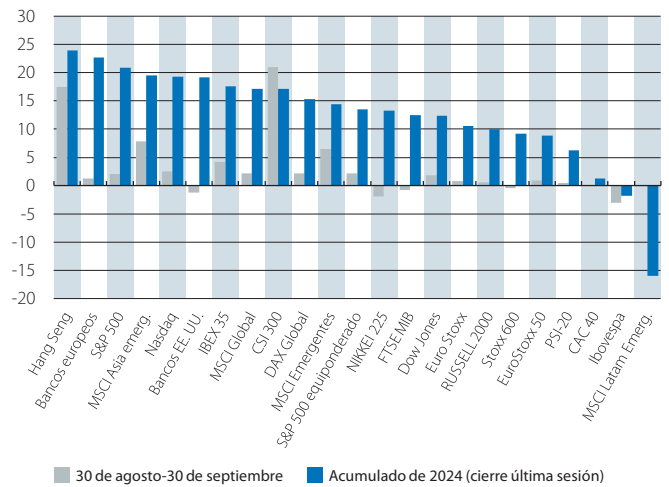
superar el 6% del PIB— supuso que la prima de riesgo francesa llegase a situarse ligeramente por encima de la española por primera vez desde 2007.

**Fuertes subidas en la mayoría de las bolsas mundiales.** Estas vinieron impulsadas tanto por la caída de los tipos sin riesgo como por las medidas de estímulo monetario y fiscal anunciadas por las autoridades chinas, de apoyo al sector inmobiliario y para una recuperación económica general. El anuncio de las medidas desató fuertes ganancias en los principales índices del país y de Hong Kong que, en el acumulado del año hasta septiembre, mostraban uno de los peores desempeños del mundo. También las bolsas europeas, con un gran porcentaje de compañías muy expuestas a China (en particular las del sector de lujo, muy numerosas en Europa) se vieron favorecidas y acumularon ganancias en el mes. Entre los índices europeos destacó el avance del IBEX 35 gracias a compañías expuestas al sector turístico, así como a otras de carácter más cíclico, impulsadas por el dinamismo de la economía española. Por último, también los índices estadounidenses cerraron el mes y el trimestre con ganancias. El S&P 500 alcanzó máximos históricos, impulsado una vez más por las compañías tecnológicas más expuestas a la inteligencia artificial.

**Un dólar débil por las caídas de tipos y el riesgo político en EE. UU.** La divisa estadounidense cerró septiembre con una depreciación generalizada —por tercer mes consecutivo— frente a sus principales pares, en especial el yen, el yuan y el dólar australiano, así como frente al euro, aunque con menor intensidad. El dólar se mostró muy sensible a los movimientos del mercado monetario que descontaban bajadas de tipos de la Fed rápidas y agresivas. Además, parte de su debilidad pareció también achacable a ventas previas a las elecciones de noviembre, cuyo impacto en la divisa es muy incierto en cualquier escenario posible. El repunte de riesgo geopolítico en Oriente Medio, por otro lado, apreció con fuerza al dólar a principios de octubre, al actuar este como activo refugio. Respecto al resto de divisas, el yen prolongó en septiembre su apreciación de los últimos tres meses, gracias a un Banco de Japón que ofreció durante todo el mes ciertas posibilidades de nuevas subidas de tipos. Por otro lado, el yuan capitalizó la subida generalizada en los activos financieros chinos causada por las medidas de estímulo. Estas medidas también favorecieron la apreciación del dólar australiano, impulsado por el alza en el precio de los metales, ante la expectativa de una mayor demanda china.

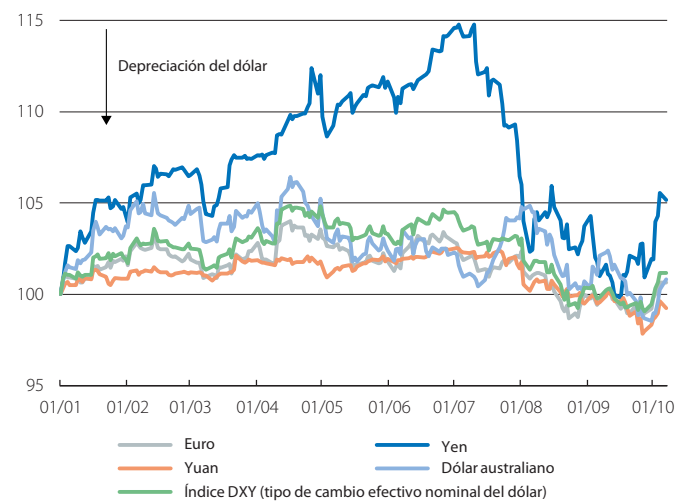
**Tras un verano de caídas, las tensiones en Oriente Medio hacen repuntar el precio del crudo.** El petróleo cerró en septiembre un verano de caídas en precio, lastrado en el mes por las noticias de que Arabia Saudí se estaría preparando para cambiar su estrategia comercial, y pasaría de acomodar la producción para alcanzar los 100 dólares por barril para, a partir de diciembre, buscar un aumento de la producción de la OPEP+ que le permita ganar cuota de mercado. El precio del petróleo que no se vio presionado al alza en septiembre ni por el estímulo chino (que debería aumentar la demanda) ni por el recrudecimiento de las tensiones bélicas en Oriente Medio; sí sufrió un fuerte repunte por este último factor en la primera semana de octubre, ante el mayor riesgo de una escalada entre Irán e Israel. Los metales industriales, por otro lado, sí capitalizaron las medidas de estímulo chinas y el esperado aumento de la demanda, y cierran un mes de ganancias. Por último, los futuros sobre alimentos sufrieron una fuerte subida, en particular el azúcar y los cereales, debido a eventos meteorológicos extremos en varios grandes productores, como Brasil.

**Desempeño de los principales índices bursátiles**  
(%)



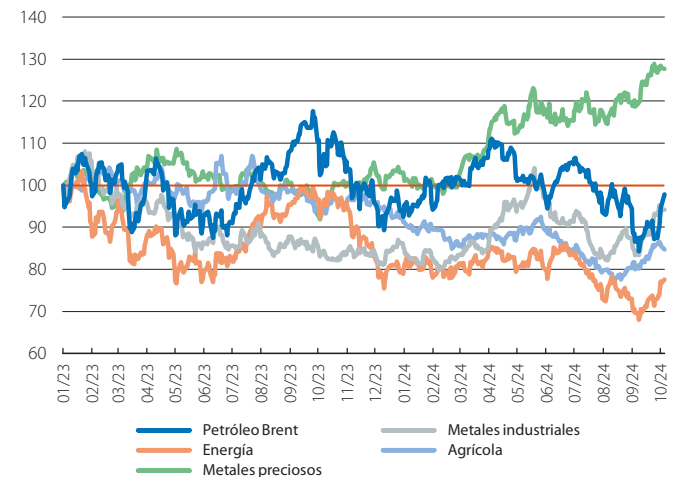
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

**Evolución de divisas seleccionadas frente al dólar**  
Índice (100 = 1 de enero de 2024)



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

**Evolución del precio de las materias primas**  
Índice (100 = 31 de diciembre de 2022)



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

## Energía: revisión del escenario en tiempos revueltos

Desde el pasado mes de julio, los precios de las materias primas han mostrado un notable descenso,<sup>1</sup> motivado por el ajuste a la baja de las expectativas de crecimiento global. Mención especial para el crudo tipo Brent, con el precio del barril sometido a un notable repunte de la volatilidad. La combinación del temor a una menor demanda mundial de energía en un contexto de incertidumbre sobre el grado de la flexibilización monetaria en EE. UU. desencadenó una oleada de ventas, que llevaron el precio del barril desde los 87 a los 69 dólares, mínimo en tres años.

Ante este deterioro en las expectativas de crecimiento de la demanda de crudo, con dudas sobre la capacidad de ajuste de la oferta al nuevo escenario, hemos considerado oportuno revisar nuestro escenario central de los precios de la energía, aun siendo conscientes de la dificultad de incorporar el incierto escenario geopolítico a las previsiones.

### La oferta de crudo crecerá más rápido que su demanda

Las expectativas puestas sobre el impulso de China en la demanda de crudo se desvanecieron tras la confirmación de la ralentización del crecimiento de su economía en el 2T 2024 (el PIB avanzó un 4,7% interanual en el 2T, desde el 5,1% del 1T). Este dato puso el acento sobre el sustancial deterioro del consumo de crudo que se está produciendo en el país, que, hasta agosto de 2024, acumula una caída del 9% respecto al nivel máximo alcanzado en septiembre del año pasado. Bajo la consideración de que China es el segundo mayor consumidor de crudo del mundo (con 16,7 millones de barriles al día [b/d] en 2023), tan solo por detrás de EE. UU., y el primer importador neto, esta caída alimentó las dudas sobre el ritmo de crecimiento de la demanda global de petróleo a corto plazo. Según este dato,<sup>2</sup> y las limitadas esperanzas de que la eurozona o EE. UU. incrementen el ritmo de su actividad industrial en los próximos meses, los principales organismos internacionales de la energía<sup>3</sup> han revisado a la baja el crecimiento estimado para la demanda de crudo para este año y el próximo. De media, prevén que esta crecerá en 2024 en torno a los 103,4 millones de b/d, cerca de 200.000 b/d menos de lo previsto en febrero.

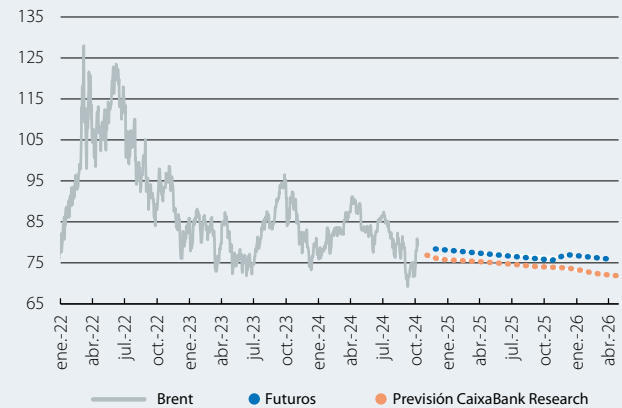
Las recientes medidas de política económica expansiva adoptadas por las autoridades chinas a finales de sep-

1. El índice S&P GSCI de materias primas descendió un 8,8% entre el 1 de julio y el 30 de septiembre.

2. Véase, «China's slowdown is weighing on the outlook for global oil demand growth», IEA, septiembre de 2024.

3. OPEP, IEA (International Energy Agency) y EIA (US Energy Information Administration).

### Precio del petróleo Brent (Dólar/barril)



Nota: Datos a 8 de octubre.

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

tiembre,<sup>4</sup> así como el potencial viento de cola que suponen los recortes de las tasas de interés en las economías avanzadas, consideramos que podrían tener un impacto positivo sobre la demanda de petróleo, pero no el suficiente como para dinamizar su ritmo de crecimiento a corto plazo.

En la otra cara de la moneda, la oferta de petróleo a nivel mundial se presenta sólida. La producción de la OPEP y sus aliados (actualmente en 31,9 millones de b/d), limitada desde hace casi dos años por acuerdos internos y recortes voluntarios con el fin de mantener el precio del barril sobre los 80 dólares, apunta a que se irá acrecentando de manera gradual a lo largo de 2025.<sup>5</sup> La oferta total podría verse incrementada ante la posibilidad de que Arabia Saudí se decante por intentar mantener su cuota de mercado actual en vez de perseguir un nivel de precios elevados. Adicionalmente, la producción de los países no pertenecientes a la OPEP (EE. UU., Canadá, Brasil y Guyana, entre otros), que en los últimos ocho meses ha crecido un 3%, hasta los 70,9 millones de b/d, podría seguir incrementándose según estima la IEA en otros 1,5 millones de b/d en 2025. Con todo, creemos que el mercado de petróleo podría comenzar a presentar señales de exceso de oferta alrededor del próximo verano, aspecto que favorecería la relajación de los precios. Se da la circunstancia de que este

4. El último paquete de medidas aprobado se centra, sobre todo, en nuevas medidas de relajación monetaria y, en el momento de escribir este artículo, se desconocen todavía los detalles del paquete de estímulo fiscal anunciado. Además, consideramos que su impacto sobre la demanda de materias primas, y en concreto sobre el petróleo, será modesto y temporal, salvo que se anuncie un plan exclusivo para el desarrollo de infraestructuras (sector intensivo en el uso de *commodities*).

5. Según la OPEP, a partir de diciembre de este año y durante los próximos 12 meses, los recortes se irán deshaciendo de acuerdo con un incremento de la producción al ritmo de 180.000 b/d por mes.

aumento de la oferta también se ha descontado en la estructura de la curva de futuros del crudo, con el estrechamiento en los diferenciales de precios entre los vencimientos a más corto plazo.

Teniendo en cuenta todos estos aspectos, hemos decidido rebajar las previsiones del precio del barril de Brent, desactualizadas ante este nuevo contexto, hasta el promedio de 80,4 dólares para 2024 (76 dólares en diciembre) y de 74,7 dólares para 2025 (73,5 dólares en diciembre de 2025).

No obstante, estas previsiones están sujetas a una elevada incertidumbre ante el aumento de los riesgos geopolíticos en las últimas semanas. La intensificación del conflicto entre Israel y Hezbolá ha despertado el temor a que nos encontremos en el inicio de una guerra más amplia en la región y en la que participen más países, entre ellos Irán.<sup>6</sup> Ante esta circunstancia, la guerra entre Israel e Irán afectaría directamente a la oferta de crudo y a los canales de distribución, y el precio del barril repuntaría considerablemente, pudiendo incluso alcanzar, de manera puntual, los 100 dólares.

**La estabilidad se impone en el gas natural**

En el caso del gas natural, desde el verano el precio del TTF holandés (referencia mayormente usada en el mercado europeo) ha estado sometido a presiones alcistas derivadas del aumento de la demanda asiática y de trabas temporales en la oferta de gas de algunos de los principales proveedores (como Australia o Noruega), que han llevado el precio a la zona de los 40 euros/MWh. Sin embargo, aspectos como una climatología suave en el hemisferio norte y el elevado porcentaje de reservas estratégicas de gas natural de la UE<sup>7</sup> han limitado la escalada de los precios.

De cara a los próximos trimestres, creemos que la demanda de gas natural en el Viejo Continente seguirá bastante débil. El auge del uso de energías renovables y nuclear, las medidas de eficiencia energética, las temperaturas más suaves y la apatía de la industria en buena parte de los países se han traducido en un descenso en la UE<sup>8</sup> del 3,2% interanual del consumo de gas natural en el 1S de este año y del -11% de las importaciones de gas natural licuado (GNL). En base a nuestro escenario de crecimiento económico para la eurozona,<sup>9</sup> estimamos que estas dinámicas

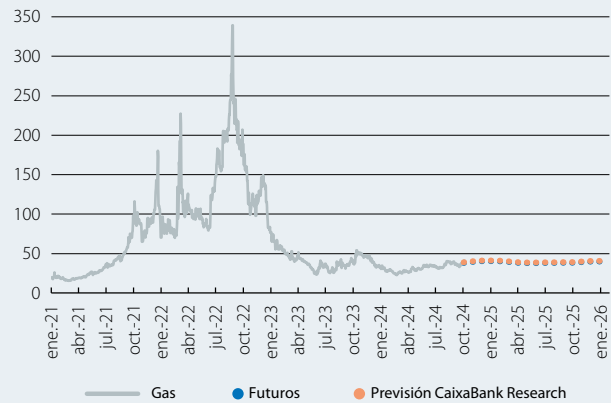
6. Atendiendo a la producción de crudo, Irán es el tercer país productor dentro de la OPEP (12,2% del total) y el quinto a nivel mundial (4,8% del total). Además, controla el paso por el estrecho de Ormuz, por donde transitan diariamente 21 millones de barriles, la quinta parte del consumo mundial de crudo y derivados.

7. Las reservas estratégicas de la UE se sitúan en el 94% a finales de septiembre.

8. Según datos del European LNG Tracker (actualización del 24 de septiembre), IEEFA.

9. Véase el Focus «Modesto deterioro de las expectativas de crecimiento para la economía internacional» en este mismo Informe Mensual.

**Precio del gas natural**  
(Euros/MWh)



Nota: TTF, precio gas natural de referencia en Europa. Datos a 8 de octubre.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

en la demanda de gas se mantendrán vigentes durante gran parte de lo que resta de año y a lo largo del próximo.

En cuanto a la oferta de gas natural, prevemos que se mantendrá bastante saneada. De una parte, el total de GNL almacenado en buques se sitúa por encima de la media de los últimos cinco años desde comienzos de año, aspecto que asegura el suministro a corto plazo. De otra, se estima que la capacidad de exportación de GNL de EE. UU. y Catar se incrementará notablemente en los próximos trimestres (más de 30.000 millones de metros cúbicos en el 4T 2024 en EE. UU.) y que antes de final de año las terminales de Australia deberían volver a estar plenamente operativas. Todos estos factores deberían ayudar a compensar la potencial merma de flujos de gas natural que llegan a Europa desde Rusia por vía terrestre, a partir de enero de 2025.<sup>10</sup>

Con todo, revisamos nuestro escenario de precios al alza y estimamos que el escenario de los precios del gas se mantendrá entre los 37 y 42 euros/MWh en el 4T 2024, y en torno a los 40 euros/MWh durante gran parte de 2025.

Como conclusión, y salvo que las tensiones en Oriente Medio sigan agravándose y terminen afectando al flujo comercial en su paso por el estrecho de Ormuz, los niveles de precios del crudo que estimamos deberían servir de palanca para el impulso del crecimiento global, además de favorecer que la inflación se aproxime a los objetivos de los bancos centrales y aumentar la probabilidad del aterrizaje suave de sus economías.

*Beatriz Villafranca*

10. El 31 de diciembre de 2024 vence el acuerdo quinquenal de tránsito de gas natural de Rusia a Europa, que pasa por Ucrania (su transporte es por vía terrestre y representa cerca del 4,5% del gas natural que se consume en Europa). La negativa de Ucrania a renovar el acuerdo supondría el desvío de los flujos por Turquía y Azerbaiyán, bajo el riesgo de incrementar los costes y el volumen de metros cúbicos en tránsito.

**Tipos de interés (%)**

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
<b>Eurozona</b>					
Refi BCE	3,65	4,25	-60	-85,0	-85,0
Euríbor 3 meses	3,28	3,49	-21	-63,0	-68,5
Euríbor 12 meses	2,75	3,09	-34	-76,6	-146,1
Deuda pública a 1 año (Alemania)	2,47	2,83	-36	-79,4	-122,2
Deuda pública a 2 años (Alemania)	2,07	2,39	-32	-33,6	-114,2
Deuda pública a 10 años (Alemania)	2,12	2,30	-18	9,9	-84,5
Deuda pública a 10 años (España)	2,93	3,13	-21	-6,7	-114,4
Deuda pública a 10 años (Portugal)	2,70	2,91	-21	4,5	-101,0
<b>EE. UU.</b>					
Fed funds (límite superior)	5,00	5,50	-50	-50,0	-50,0
SOFR 3 meses	4,59	5,02	-42	-73,9	-82,2
Deuda pública a 1 año	4,00	4,40	-40	-76,0	-147,8
Deuda pública a 2 años	3,64	3,92	-28	-60,9	-150,9
Deuda pública a 10 años	3,78	3,90	-12	-9,8	-101,5

**Spreads de deuda corporativa (p. b.)**

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (p. b.)	Variación acum. en 2024 (p. b.)	Variación interanual (p. b.)
Itraxx Corporativo	59	52	6	0,3	-24,4
Itraxx Financiero Sénior	67	60	7	0,1	-31,5
Itraxx Financiero Subordinado	121	107	13	-2,1	-61,2

**Tipos de cambio**

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,114	1,105	0,8	0,9	6,4
EUR/JPY (yenes por euro)	159,940	161,490	-1,0	2,7	2,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,833	0,841	-1,1	-4,0	-3,9
USD/JPY (yenes por dólar)	143,630	146,170	-1,7	1,8	-3,6

**Materias primas**

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
Índice CRB de materias primas	540,3	536,4	0,7	5,9	-1,4
Brent (\$/barril)	71,8	78,8	-8,9	-6,8	-21,1
Oro (\$/onza)	2.634,6	2.503,4	5,2	27,7	44,5

**Renta variable**

	30-septiembre	31-agosto	Variación mensual (%)	Variación acum. en 2024 (%)	Variación interanual (%)
S&P 500 (EE. UU.)	5.762,5	5.648,4	2,0	20,8	36,2
Eurostoxx 50 (eurozona)	5.000,5	4.958,0	0,9	10,6	22,1
Ibex 35 (España)	11.877,3	11.401,9	4,2	17,6	29,6
PSI 20 (Portugal)	6.792,9	6.760,2	0,5	6,2	15,2
Nikkei 225 (Japón)	37.919,6	38.647,8	-1,9	13,3	21,4
MSCI emergentes	1.170,9	1.099,9	6,4	14,4	24,7

## Vientos de cambio en la economía internacional

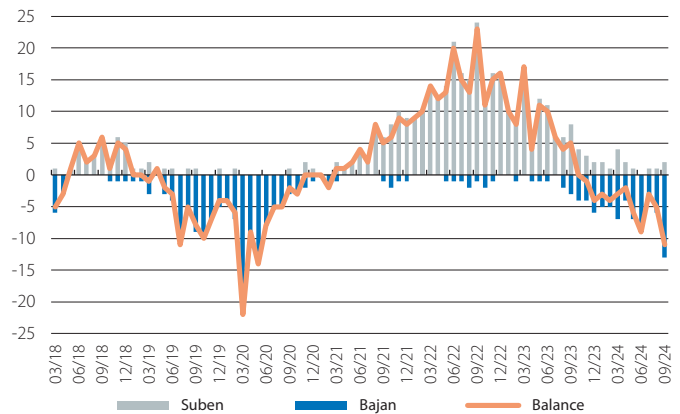
**¿Bache temporal o cambio de fase?** La economía mundial cerró el 15 del año con un crecimiento del PIB global algo superior al 3%, un ritmo parecido al que venía exhibiendo, y alcanzado en un contexto de condiciones monetarias restrictivas (para luchar contra la inflación), a la vez que se confirma un comportamiento dispar de las grandes economías internacionales, que va desde la robustez de EE. UU. hasta la atonía de la eurozona, pasando por las dificultades de China. Llegado el otoño, estas dinámicas continúan, pero con nuevos matices. El índice PMI compuesto para la economía mundial se situó en septiembre en los 52,0 puntos, una cifra que sugiere cierta desaceleración en el crecimiento global (promedio del 3T de 52,4 puntos vs. promedio del 2T de 53,0). En paralelo, los últimos datos de inflación han sido favorables y dan mayor confianza a las autoridades monetarias, como las de EE. UU. y la eurozona, para reducir los tipos de interés de manera sostenida. Con todo, el empuje de estos vientos de cola y de unos mercados laborales sólidos coexiste con una pérdida natural de impulso cíclico y, especialmente, con un entorno de elevados riesgos geopolíticos, una combinación de fuerzas contrapuestas que marcará la velocidad del escenario en los próximos trimestres.

**Inflación: buenas noticias para empezar otoño.** Las bajadas de tipos realizadas en septiembre por la Fed (-50 p. b., primer recorte del ciclo) y el BCE (-25 p. b., y segundo recorte del ciclo) fueron acompañadas de una mayor confianza en la victoria contra la inflación por parte de ambos bancos centrales. Y es que en EE. UU. la inflación del PCE (referencia de la Fed) bajó hasta el 2,2% en agosto (con el índice núcleo, que excluye energía y alimentos, por debajo del 3,0% desde febrero). En la misma línea, en la eurozona la inflación general llegó al 1,8% en septiembre, siendo inferior al objetivo del 2,0% del BCE por primera vez desde junio de 2021. Además, la inflación núcleo de la eurozona disminuyó hasta el 2,7%, lo que por un lado supone un mínimo de 30 meses, pero por el otro también refleja una reducción mucho más gradual de las presiones de precios más inerciales (como los servicios, que siguieron en cotas del 4%) y recuerda que la inflación subyacente todavía no ha terminado el camino hacia el 2%.

**Solidez de la actividad en EE. UU.,** que se mantiene a la cabeza del crecimiento de las economías avanzadas. Tras un notable avance del PIB del 0,7% intertrimestral en el 2T, los indicadores sugieren que EE. UU. continuó a buen ritmo en el 3T. Así, en septiembre el índice ISM de servicios aceleró hasta los 54,9 puntos, un valor elevado y máximo desde febrero de 2023, que, con todo, contrastó con la debilidad dibujada por los 47,2 puntos del ISM manufacturero. Por su parte, los indicadores de empleo y desempleo de septiembre se mantuvieron positivos en su camino hacia un mercado laboral más equilibrado, con una tasa de paro que incluso cayó 0,1 p. p., hasta el 4,1%, y una creación de 254.000 nuevos puestos de trabajo, superando de nuevo las expectativas. Así, los monitores de actividad sugieren

### Bancos centrales que suben o bajan tipos en el mes

Número

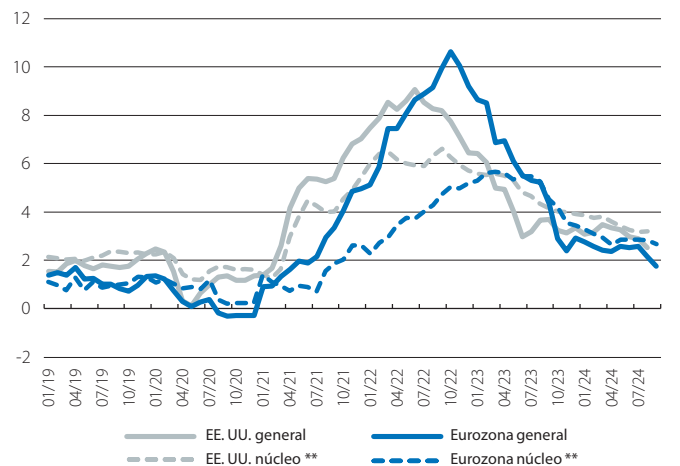


Nota: Muestra de 35 bancos centrales de América del Norte, América del Sur, Europa, África, Asia y Oceanía.

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

### EE. UU. y eurozona: IPC \*

Variación interanual (%)

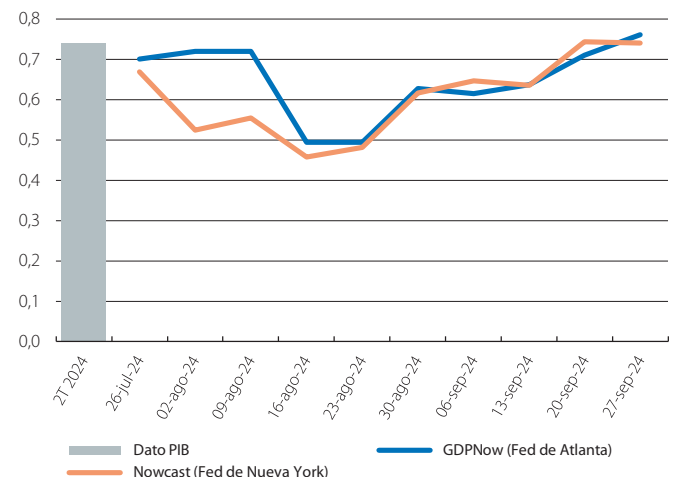


Notas: \* IPCA para la eurozona. \*\* Núcleo excluye energía y todos los alimentos.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

### EE. UU.: PIB 2T y proyecciones 3T 2024

Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BEA, de la Fed de Atlanta y la Fed de Nueva York.

que el PIB estadounidense habría sostenido un crecimiento cercano al 0,7% intertrimestral en los últimos meses.

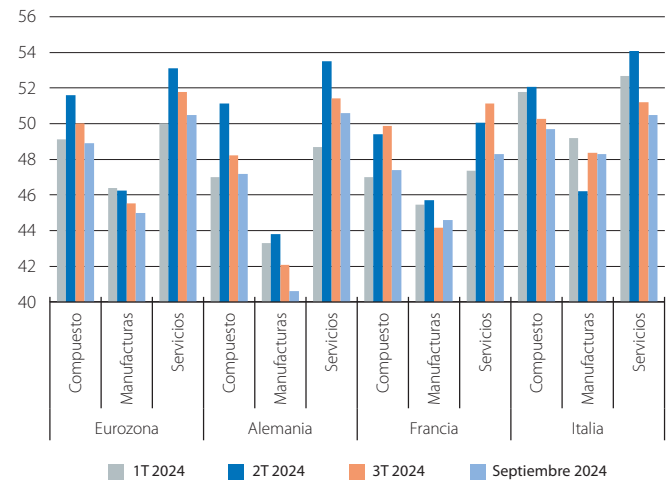
**Enfriamiento dispar en la eurozona.** Los índices PMI sugieren que la actividad del conjunto de la eurozona ha ido de más a menos en los últimos meses, con un índice compuesto que cayó hasta los 49,6 puntos en septiembre (levemente por debajo de los 50 que delimitan el crecimiento de la contracción) y se vio arrastrado por las dificultades de las manufacturas (45,0) y la pérdida de empuje de unos servicios todavía en expansión (51,4 puntos, mínimo de siete meses). No obstante, el menor vigor del conjunto de la eurozona enmascara situaciones muy diversas. A un lado, destacan las dificultades de Alemania (PMI compuesto en los 47,5 puntos en septiembre, en contracción durante todo el 3T y que, en los últimos 15 meses, solo ha superado la barrera de los 50 puntos en tres ocasiones). En el otro, la periferia mantiene un mejor tono, especialmente en economías como España. Y, en medio, se sitúan las otras dos grandes economías, Francia e Italia, con un PMI atónico en el conjunto del trimestre (50,3 puntos en ambos casos) y donde las cuentas públicas vuelven a ser una de las grandes preocupaciones: el Consejo Europeo puso a ambas economías bajo un «procedimiento de déficit excesivo» en julio, y a finales de septiembre en Francia el nuevo Gobierno de Michel Barnier reconoció que el déficit público puede terminar por encima del 6% en 2024 (frente al 4,4% previsto a principios de año).

**Japón y el Reino Unido, en reactivación.** Dentro de las grandes economías avanzadas, las realidades diversas van más allá de la eurozona. También destacan los casos de Japón y el Reino Unido, que solo tienen por detrás a Alemania en términos de recuperación pospandémica. Sin embargo, en los últimos meses ambas economías han empezado a dejar atrás esta debilidad. En el 1S 2024, el PIB del Reino Unido encadenó un 0,7% intertrimestral en el 1T con un 0,5% en el 2T (las mejores cifras en dos años), mientras que Japón rebotó un 0,7% intertrimestral en el 2T. Asimismo, los indicadores PMI sugieren que la dinámica positiva continúa al final del 3T, con un indicador compuesto en los 52,6 puntos en el Reino Unido y en los 52,0 en Japón.

**China aprueba nuevas medidas de impulso cíclico, aunque sigue adoleciendo de debilidades estructurales.** La economía china sigue sin el dinamismo deseado por las autoridades, lastrada por la crisis inmobiliaria y la debilidad de la demanda interna, y con perspectivas de crecimiento inferiores al objetivo oficial («alrededor del 5%» para 2024). De hecho, en septiembre los PMI volvieron a perder dinamismo, con un descenso del índice compuesto hasta los 50,3 puntos, muy cerca de la barrera de los 50 puntos y dejando el promedio del 3T (50,1) claramente por debajo del 1S (52,9). En este contexto, las autoridades chinas anunciaron un nuevo estímulo cíclico, con una combinación de medidas de relajación monetaria (el banco central bajó 20 p. b. los tipos de interés y 50 p. b. los tipos hipotecarios y el coeficiente de caja) y apoyo al sector inmobiliario (con menores requisitos de liquidez para la compra de vivienda) a las que, a falta de anuncio oficial, todo apunta que se les sumará un paquete de estímulo fiscal.

**Eurozona: PMI**

Índice

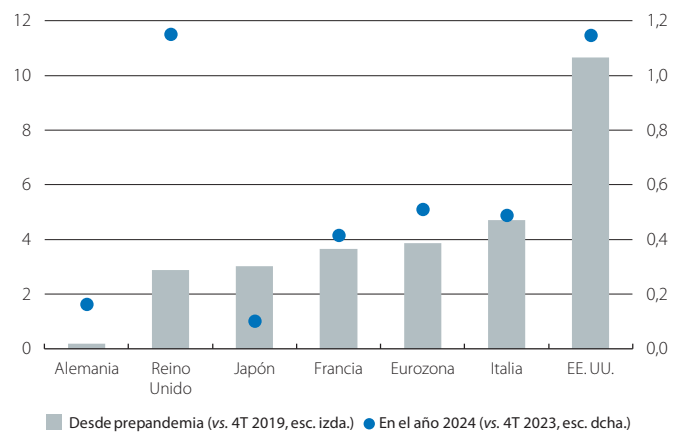


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

**Economías avanzadas: PIB hasta el 2T 2024**

Variación acumulada (%)

Variación acumulada (%)

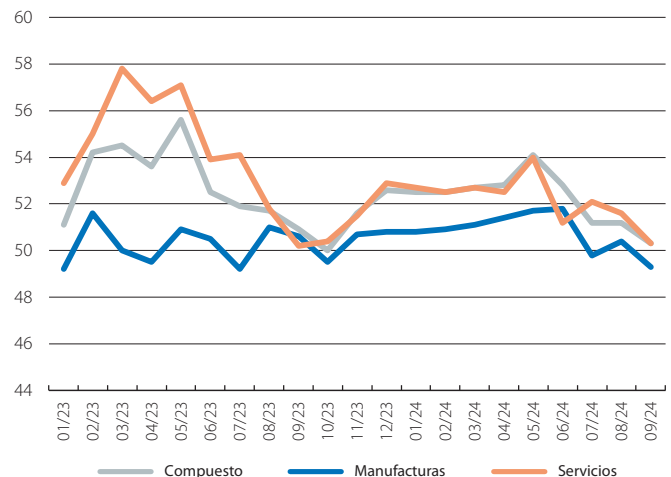


Nota: Volumen de PIB a precios constantes.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, de la ONS, del BEA y de la Oficina del Gabinete de Japón.

**China: PMI Caixin**

Índice



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

## Modesto deterioro de las expectativas de crecimiento para la economía internacional

Encaramos la recta final del año tras un verano marcado por la celebración de las Olimpiadas en París y por un breve episodio de turbulencias financieras, debido, en parte, a los temores de que la economía estadounidense pueda entrar en recesión. Se ha demostrado que estos temores han sido algo exagerados y la economía mundial mantiene la tendencia de los últimos trimestres, si bien las perspectivas para la última parte del año se han debilitado. Toca pues reajustar los escenarios económicos y financieros con toda la nueva información disponible en los últimos meses.

### El crudo acusa con especial intensidad el deterioro en las expectativas de crecimiento global

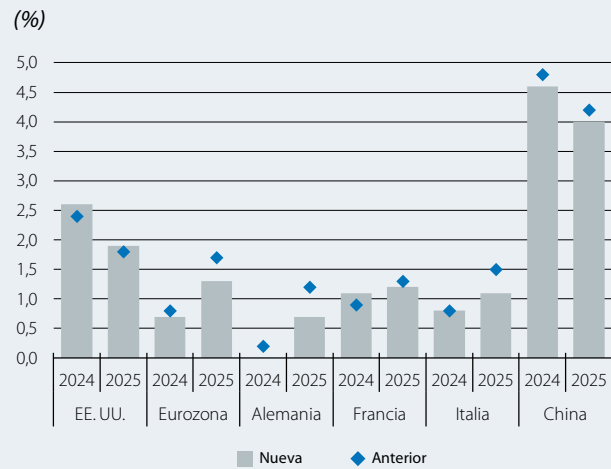
Precisamente, este enfriamiento en las expectativas de crecimiento es uno de los motivos que explica la caída en el precio de las principales materias primas en los últimos meses. Resulta especialmente llamativo el ajuste mostrado por los precios de la energía, que provoca una notable revisión de nuestro escenario central para sus cotizaciones.<sup>1</sup> Así, para el petróleo, situamos en 2024 el precio medio del barril de Brent en 80,4 dólares, y en 76 dólares en diciembre, casi 7 y 10 dólares, respectivamente, por debajo del escenario previo a la revisión. Para 2025, prevemos un precio medio inferior a los 75 dólares, con diciembre por debajo de 74 dólares, 7 y 4 dólares, respectivamente, menor que en el escenario anterior. Estas previsiones, no obstante, están sujetas a una elevada incertidumbre por el aumento de la inestabilidad geopolítica en Oriente Medio, tal y como está poniendo de manifiesto el último episodio hasta la fecha: el riesgo inminente de que el conflicto armado se extienda por la región elevó el precio del crudo más de un 5,0% en menos de dos jornadas. Respecto al precio del gas, se ha mantenido bastante estable gracias a unas condiciones de oferta y de demanda favorables. No obstante, el posible impacto de la no renovación en diciembre de un acuerdo quinquenal de compra a Rusia por la negativa ucraniana a que el gas se transporte a través de su territorio, aconseja revisar al alza su precio. Para 2024, el precio medio se podría situar en 33,8 euros/kWh, con diciembre en 40,8 euros/kWh, frente a los 30,2 y 35,5 euros/kWh, respectivamente, previstos en el escenario anterior. En 2025, situamos el precio medio en 39,6 euros/kWh y 40,6 euros/kWh a diciembre, frente a los 32,9 y 34,3 euros/kWh, respectivamente, del escenario anterior.

### En EE. UU., la atención se centra en el mercado de trabajo, mientras que la inflación pasa a un segundo plano

La gran sorpresa positiva en el 1S ha sido EE. UU., con un crecimiento de «menos a más»: 0,3% intertrimestral en el 1T y 0,7% en el 2T. Precisamente, esta inesperada fortaleza de la actividad conlleva, automáticamente, una revisión al

1. Véase el Focus «Energía: revisión del escenario en tiempos revueltos», en este mismo Informe Mensual.

### Previsiones de crecimiento del PIB



Fuente: CaixaBank Research.

alza del crecimiento previsto este año y el próximo, pese a que, como ya veníamos anticipando, nos dirigimos a un escenario de ralentización hacia ritmos de crecimiento más sostenibles y cercanos a su potencial en los próximos trimestres (en torno al 0,5% intertrimestral). De este modo, revisamos al alza el crecimiento estimado en 2024 en 0,2 p. p., hasta el 2,6%, y el de 2025 en 0,1 p. p., hasta el 1,9%.

La resiliencia del consumo de las familias en el actual contexto de tipos de interés elevados ha sido clave. Además, los últimos datos de ventas minoristas, gasto de las familias y renta disponible apuntan a que su impulso se mantendrá a corto plazo. Sin embargo, ya hay evidencias de que el consumo privado empezaría a resentirse: la tasa de morosidad de los créditos al consumo ha subido hasta máximos desde 2011, el ahorro «extra» acumulado tras la pandemia se ha agotado, al tiempo que la tasa de ahorro ha caído a cerca de mínimos de la última década y la creación de empleo ha decepcionado en los últimos meses.

De hecho, desde junio, la creación mensual de empleo (un promedio de 168.000) se ha situado muy por debajo de la media de los dos años previos (314.000), a la vez que la tasa de paro ha ido subiendo paulatinamente y supera el 4,0%, con una ratio de vacantes de empleo que ha caído con fuerza desde los máximos de finales de 2021 y ya marca valores cercanos a los previos a la pandemia. Además, el Departamento de Trabajo de EE. UU. anunció que la revisión de las cifras de empleo no agrícola arrojaría en el periodo de abril de 2023 y marzo de 2024 un nivel de empleo de unas 800.000 personas por debajo de las cifras actuales.

Mientras, la inflación general se ha comportado mejor de lo que anticipábamos pese a que en servicios se resiste a caer. Así, recortamos la previsión para la inflación general en 2024 en 0,3 p. p., hasta el 2,9%; y la de 2025 en 0,2 p. p., hasta el 2,0%. Para la inflación núcleo, estimamos un 3,3%



para 2024 y un 2,4% para 2025, frente al 3,7% y el 2,6%, respectivamente, actual.

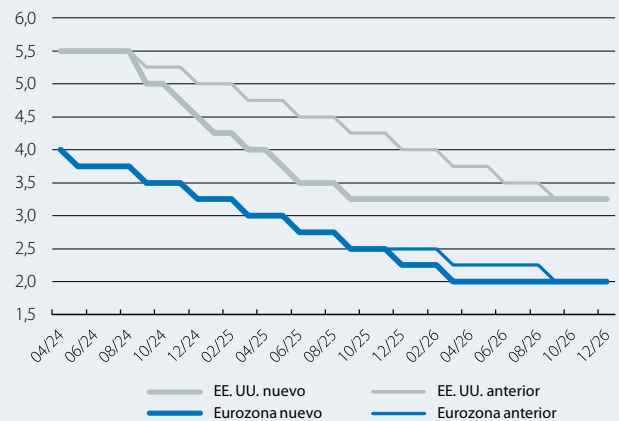
Precisamente, la situación del mercado de trabajo es ahora la variable clave para la Fed, como ya señaló Powell en Jackson Hole, al reconocer que había llegado el momento de ajustar la política monetaria para evitar que el mercado de trabajo se enfríe más, a la vez que se mostró satisfecho con la evolución de la inflación. De hecho, su primera bajada de tipos en septiembre, de 50 p. b., fue toda una declaración de intenciones y puso de manifiesto el compromiso de la Fed para evitar un «debilitamiento no deseado», lo que nos ha obligado a reconsiderar nuestro escenario de tipos de interés para plantearnos una Fed más agresiva. Así, anticipamos dos bajadas más de 25 p. b. en lo que resta de año, para cerrar en el 4,5% (5,0% en el escenario anterior). En 2025, esperamos cinco recortes de 25 p. b., hasta situarlos en diciembre en el tipo neutral del 3,25%, adelantando al próximo año todas las bajadas que previamente esperábamos en 2026.

**La debilidad de Alemania lastra al conjunto de la eurozona**

La eurozona se ha comportado según lo esperado, si bien el agregado oculta una notable disparidad por países. Resulta especialmente preocupante la debilidad de Alemania: apenas ha crecido un 0,1% intertrimestral en el año y la evolución de los principales indicadores de clima y opinión empresarial no permiten confiar en un repunte significativo de su actividad en lo que resta de año. Además, Alemania afronta una serie de retos que comprometen su capacidad de crecimiento y de recuperación a medio plazo: elevados superávits por cuenta corriente, inversión pública muy reducida, irrupción de nuevos competidores para su histórica industria automovilística, etc. Por tanto, recortamos 0,2 p. p. el crecimiento previsto para 2024, hasta el 0,0%, y reducimos 0,5 p. p. el de 2025, hasta el 0,7%. Respecto a Italia, si bien se ha comportado incluso algo mejor de lo esperado, los retrasos en la ejecución de los fondos NGEU nos llevan a ser algo menos optimistas con su evolución futura, con lo que mantenemos sin cambios, en el 0,8%, el crecimiento previsto para 2024 y recortamos el de 2025 en 0,4 p. p., hasta el 1,1%. Por su parte, Francia acelerará en el 3T su avance gracias al impulso por la celebración de las Olimpiadas en París este verano, que, no obstante, será transitorio. Con todo, gracias a este evento elevamos el crecimiento previsto en 2024 en casi 0,2 p. p., hasta el 1,1%, pero reducimos en 0,1 p. p., hasta el 1,2%, la estimación de 2025. En balance, la previsión de crecimiento para la eurozona se revisa en 2024 -0,1 p. p., hasta el 0,7%, y en 2025 -0,4 p. p., hasta el 1,3%.

En este contexto de enfriamiento, la inflación se está comportando en consonancia con lo esperado, si bien la mayor resistencia a caer de la inflación en servicios eleva, marginalmente, nuestras expectativas. Así, subimos 0,1 p. p. la previsión para la inflación general, tanto en 2024 como en 2025, hasta el 2,2% y el 2,0%, respectivamente. En cuanto a la inflación núcleo, subimos 0,2 p. p. y 0,1 p. p. la previ-

**Expectativas de los tipos de interés de referencia (%)**



Fuente: CaixaBank Research.

sión para 2024 y 2025, hasta el 2,8% y el 2,2%, respectivamente. Con todo, la convergencia de la inflación hacia su objetivo proseguirá en los próximos meses.

Este escenario de crecimiento económico algo más débil con una inflación que avanza hacia su objetivo, permitirá al BCE ser algo más agresivo en sus rebajas de tipos. En este sentido, creemos que, hasta 2026, podría recortar los tipos de interés en 25 p. b. en seis ocasiones, hasta llegar al tipo neutral del 2,0% en marzo de 2026.

**China no podrá alcanzar su objetivo de crecimiento sin nuevos y más abultados estímulos**

El gigante asiático también está decepcionando: el crecimiento del PIB se frenó en el 2T 2024 hasta el 0,7% intertrimestral (1,5% en el 1T 2024) y no parece factible que la actividad repunte en los próximos trimestres. El sector residencial se reafirma como el gran lastre de la economía y las medidas de estímulo implementadas hasta la fecha no están teniendo el efecto deseado, lo que provoca un notable deterioro en la confianza de los agentes. Este mayor pesimismo también afecta a la inversión privada que se encuentra estancada, y al consumo privado, que no termina de despegar, ya que la disposición a ahorrar de las familias se encuentra cerca de máximos. En consecuencia, revisamos a la baja en 0,2 p. p. el crecimiento previsto para 2024 y 2025, hasta el 4,6% y el 4,0%, respectivamente. Para asegurar que se alcance el objetivo del 5,0%, serían necesarias medidas de estímulo fiscal más abultadas que las vigentes, si bien la preocupación por la sostenibilidad de la deuda supone una importante limitación (superaría el 100% del PIB en 2028, según el FMI). De hecho, el último paquete de medidas aprobado el 24 de septiembre se centra, sobre todo, en nuevas medidas de relajación monetaria (vuelven a recortar el coeficiente de reservas), pero no se ha hecho oficial ningún tipo de estímulo fiscal, más allá de reconocer que tendrán que «emitir y usar» bonos del Gobierno para mejorar la implementación del «papel impulsor de la inversión gubernamental».

Rita Sánchez Soliva

## Las claves del enfriamiento del mercado laboral estadounidense

No cabe duda de que el mercado laboral de EE. UU. se está enfriando. La Fed lo reconoce y las estadísticas lo confirman. La tasa de paro ha aumentado 0,7 p. p. en lo que va de año, alcanzando el 4,1% en septiembre, mientras que la creación de empleo se ha ralentizado y tocó mínimos, desde 2021, en julio. En este artículo analizaremos las causas de estos cambios buscando responder a una pregunta clave: ¿el enfriamiento que empezamos a observar en el mercado laboral de EE. UU. debe preocuparnos o responde a una normalización tras el tensionamiento pospandemia? La respuesta no es sencilla mas sí de crucial importancia.

### Aclaratorias previas

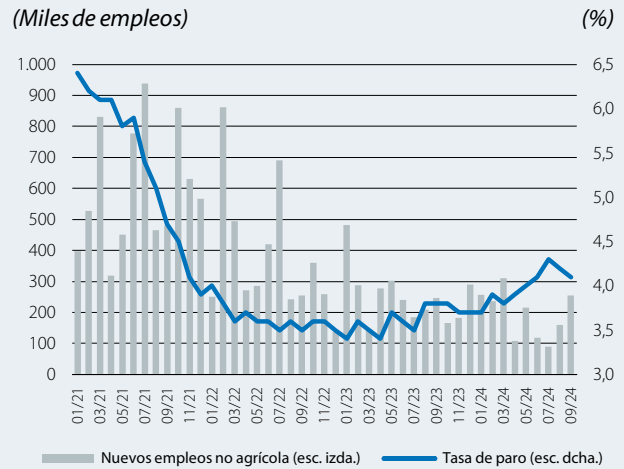
El Bureau of Labor Statistics (BLS) elabora dos informes de empleo que ofrecen distintas métricas del mercado laboral: el *Establishment Survey*, basado en encuestas a negocios no agrícolas, y el *Household Survey*, basado en encuestas a familias. El primero recoge datos de nóminas, proporcionando información sobre horas trabajadas, salarios y creación de puestos de trabajo. De aquí surgen las conocidas *non farm payrolls*, la estadística más utilizada para medir la creación de empleo. Por otro lado, el *Household Survey*, similar a la EPA que se publica en España, clasifica a las personas encuestadas como empleadas, desempleadas o inactivas, generando así la tasa de paro y la cifra de población activa. Ambos informes tienen sus limitaciones: la encuesta a familias incluye a trabajadores agrícolas, autónomos y empleados domésticos, pero está basada en una muestra de menor tamaño. El *Establishment Survey* contabiliza número de empleos no agrícolas, no individuos con empleo, por lo que puede ocurrir que se contabilicen varios empleos que son ejercidos por una sola persona. En cambio, el *Household Survey* contabiliza a cada persona solo una vez, independientemente de cuántos empleos tenga. Si bien en 2024 ambos informes han diferido en el nivel de empleo, la tendencia que marcan es similar. Aquí usaremos las cifras de las encuestas a familias, pues nos ofrecen una visión más amplia más allá de nóminas y del empleo no agrícola.

### Del tensionamiento...

El segundo gráfico ilustra claramente los desajustes del mercado laboral de EE. UU. desde 2020.<sup>1</sup> La brecha entre las series de demanda y oferta sirve como indicador de tensionamiento en el mercado de trabajo: cuando la demanda supera a la oferta, el mercado está tensionado; cuando sucede lo contrario, se está enfriando.

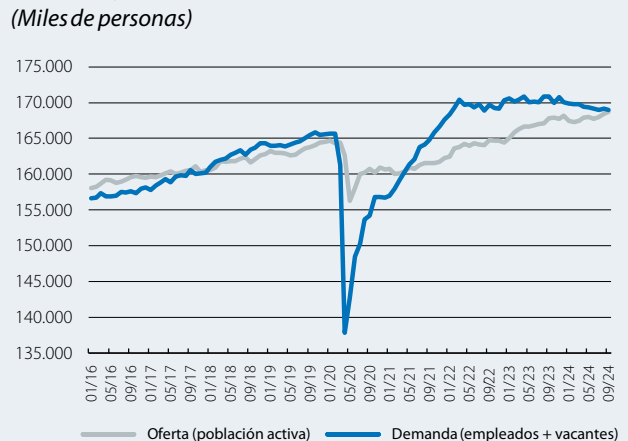
1. Medimos la demanda como la suma de vacantes (del informe JOLTS del BLS) y el empleo total del *Household Survey*. Medimos la oferta como el nivel de población activa también del *Household Survey* del BLS.

### EE. UU.: mercado laboral



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

### EE. UU.: oferta y demanda en el mercado de trabajo



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics.

En el pico de la pandemia, la demanda de empleo cayó fuertemente y, en menor medida la oferta, pero tras la reapertura, la demanda se recuperó rápidamente, mientras que la oferta se mostró más rezagada. Esto derivó en un fuerte tensionamiento del mercado de trabajo, que registró un exceso en la demanda de 6,5 millones de empleos en su peor momento de recalentamiento en marzo de 2022. Hubo entonces casi dos vacantes por persona desempleada (el promedio histórico es de 0,65). Los dos factores que explicaron la debilidad en la oferta fueron la caída de inmigración, por cierres de frontera durante la pandemia, y la reducción en la tasa de participación laboral, consecuencia de la conocida como la Gran Renuncia.<sup>2</sup>

2. Para más detalles, véase el Focus «Radiografía de la tensión del mercado laboral estadounidense» en el IM03/2023.

### ... al equilibrio...

Sin embargo, a medida que la oferta se recuperaba, las tensiones en el mercado de trabajo comenzaron a remitir. Solo en 2023, la población activa creció un 2%, el doble que el promedio anual prepandemia, lo que implica un aumento de 3,6 millones de personas (el total desde marzo de 2022 es de 4,3 millones). Esto se debe en parte al fin de la Gran Renuncia, una vez se fueron agotando los ahorros acumulados durante la pandemia, y al repunte de los flujos migratorios desde finales de 2020. La CBO estima que entre 2022 y 2023, la migración neta al país fue de casi 6 millones de personas, lo que, por año, es más del doble del promedio anual de entradas en la década anterior. Aunque no todos estos migrantes ingresan inmediatamente al mercado laboral, en 2023 casi el 40% del crecimiento de la población activa provino de trabajadores extranjeros. La caída de la demanda de trabajo de un 0,3% (apenas 228.000 empleos), fue insignificante frente al crecimiento descrito de la oferta. Este aumento en la oferta fue clave para cubrir las numerosas vacantes, reduciéndose la brecha de exceso de demanda en un 70%, hasta 1,9 millones de empleos, con una tasa de paro que apenas subió, lo que resulta relevante dado el contexto de altos tipos de interés en el que se encontraba la economía.

### ... y ahora al enfriamiento...

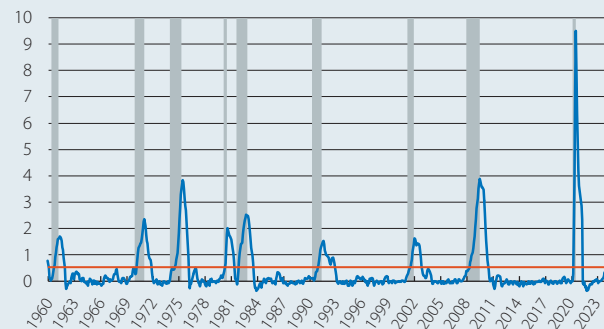
En 2024, la brecha entre oferta y demanda ha continuado cerrándose. Sin embargo, esta vez la mejora proviene más de la caída en la demanda que del crecimiento en la oferta. En los últimos 12 meses, la población activa aumentó un 0,8% y la tasa de participación se mantuvo en torno al 62,7%, mientras que la demanda cayó más de un 1% interanual, el mayor ritmo de caída desde 2021. Esta caída en la demanda se debe, principalmente, a la reducción en las vacantes (del 18%), mientras que el nivel de empleo se ha mantenido relativamente estable. El *Establishment Survey* (los *payrolls*) apunta en la misma dirección, aunque sugiriendo una caída más contundente en la creación de empleo: en 2024, el promedio mensual de nuevos empleos ha sido de 184.000, lejos de los 314.000 de media entre 2022 y 2023, y por debajo del promedio prepandemia de 191.000. Ambas estadísticas sugieren que el mercado laboral está absorbiendo a los nuevos entrantes a un ritmo más lento, lo que se ha reflejado en un aumento de la tasa de paro.

### ... ¿hasta el punto de indicar una recesión?

Cabe preguntarse si este enfriamiento responde a una normalización o es una señal de recesión. Cuando la tasa de paro tocó el 4,3% en julio, se desataron los temores de recesión económica por la señal de la regla de Sahm. Este patrón histórico sugiere que, cuando la tasa de desempleo promedio de los últimos tres meses supera en 0,5 p. p., o más, la mínima media móvil de tres meses de los últimos

### EE. UU.: indicador de recesión de la regla de Sahm

(p. p.)



**Nota:** Las barras grises denotan una recesión y la línea roja indica el límite de la regla de Sahm.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Sahm, C. (2019), Direct stimulus payments to individuals, Brookings Institute, y de la Reserva Federal de St. Louis.

12 meses, nos encontramos a las puertas de una recesión.<sup>3</sup> No es una regla exacta, y que en los últimos meses la tasa de paro haya marcado mínimos históricos puede distorsionar el mensaje. De hecho, Powell la calificó como una «coincidencia estadística» más que una regla, ya que ha habido episodios de «falsos positivos», como se observa en el tercer gráfico. Se requiere un análisis más a fondo que ponga el indicador dentro del contexto económico completo para llegar a una conclusión más precisa.

De hecho, otros indicadores sugieren que el mercado laboral sigue mostrando una buena salud y que el enfriamiento obedece a una normalización. Así, la tasa de despidos se mantiene estable en torno al 1,0%, sin aumentos significativos, y las solicitudes de subsidio de desempleo tampoco han crecido de manera preocupante. La demanda de empleo se ha desacelerado, pero no ha colapsado. Además, una tasa de paro del 4,1% sigue siendo baja en términos históricos.

Nuestro escenario central señala una moderación del ritmo de crecimiento de la actividad hacia niveles potenciales, pero no prevemos una recesión a corto o medio plazo. Una ralentización de la demanda de empleo cabe dentro de esa moderación, pero el riesgo es que se enfríe como para provocar un aumento más pronunciado en la tasa de paro. La Fed ha sido clara en su intención de evitar ese escenario, y ha comenzado a relajar su política monetaria, reduciendo las tasas de interés en 50 p. b. y señalando un enfoque más agresivo de lo previsto. Quedará por ver si estas medidas serán suficientes para mantener la solidez del mercado laboral ante los distintos riesgos que acechan a las perspectivas económicas.

Isabela Lara White

3. Véase Sahm, C. (2019). «Direct stimulus payments to individuals». Brookings Institute.

## Draghi propone una política industrial europea como motor frente a los retos de las próximas décadas

Mario Draghi presentó el pasado 9 de septiembre su esperado informe sobre el futuro de la economía y la competitividad de la UE. Este nuevo ejercicio de propuestas estratégicas para la UE, que complementa el informe Letta sobre el mercado único publicado en mayo, realiza un diagnóstico severo de la situación actual de la economía europea y propone una reorientación productiva que desarrolle la industria necesaria para la transición ecológica y la autonomía estratégica, y cómo movilizar la inversión para conseguir tal extremo. El informe sienta las bases de una reindustrialización en Europa, combinando acciones horizontales con un menú de propuestas para 10 sectores estratégicos.

En cuanto al diagnóstico del problema, el informe expone cómo la brecha del PIB per cápita de la UE frente a EE. UU. se ha ampliado en los últimos años debido a la menor productividad europea –que también se explica por un efecto composición, ya que el sector más productivo en las últimas décadas ha sido el tecnológico, con menor presencia en la UE– y al menor número de horas trabajadas respecto a EE. UU. Además de este peor desempeño económico comparado, la ralentización del comercio de bienes y la reconfiguración de las cadenas de valor hacen vulnerable el actual modelo económico de la UE, muy orientado a la exportación.

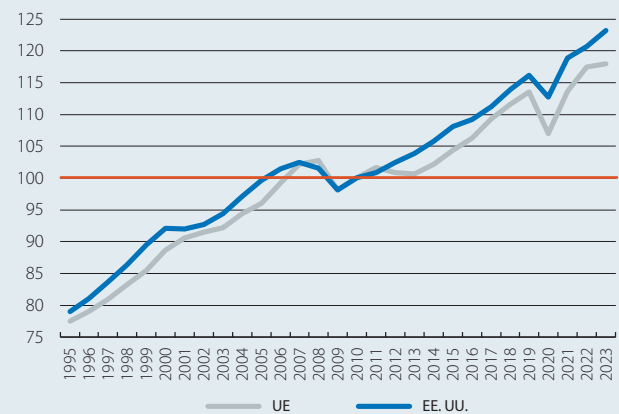
El reto para la UE es considerable, ya que, si no es capaz de aumentar su productividad y crecimiento potencial en un contexto de envejecimiento de la población, su modelo social y el bienestar de sus ciudadanos pueden verse comprometidos. Para el informe, una vía clave para superar ese reto es ofrecer oportunidades para desbloquear el gran volumen de ahorro que las familias y el resto de los agentes económicos de la UE han atesorado y canalizarlo hacia una mayor inversión en las actividades más productivas para escapar de la actual situación, descrita como una «trampa de la tecnología intermedia».<sup>1</sup>

Draghi plantea un giro copernicano de la UE en este proceso: desarrollar una política industrial a nivel europeo. La política industrial, una competencia que recaía hasta ahora en los Estados miembros, debe además convertirse en el eje director de la política económica europea, a la que se deben supeditar tanto la política comercial como la de competencia (dos de los principales ámbitos competenciales de la UE desde la creación del mercado común). Desarrollar una política industrial europea debe facilitar, además, conseguir los dos grandes objetivos de la UE en las próximas décadas: la descarbonización de la economía y una mayor autonomía europea, tanto económica como de seguridad.

1. Descrita como una situación de escaso dinamismo industrial, baja innovación, baja inversión y bajo crecimiento de la productividad.

### UE y EE. UU.: PIB real per cápita

Índice (100 = 2010) en PPA



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del FMI (WEO).

### Tres grandes transformaciones que necesita la economía de la UE

El primer eje de actuación, y vector habilitante de todos los demás, consiste en aumentar la innovación en Europa, facilitando que las ideas que aquí ya están surgiendo no mueran tan a menudo en su camino hacia la comercialización antes de llegar a implementarse (por ineficiencias del mercado único o por falta de financiación). A tal fin, algunas de las medidas que se proponen son mejorar la coordinación entre los Estados miembros de la inversión pública en I+D, adoptar un sistema unitario de patentes o mejorar el acceso a financiación de empresas innovadoras. Para conseguir este último extremo, es importante mejorar el mercado de capitales europeo, como se expone más adelante, para favorecer el desarrollo de entidades más propicias a la financiación de la innovación, como el capital riesgo. En Europa, además, donde la mayoría de la financiación empresarial se hace hasta ahora por la vía bancaria, este sector tiene el hándicap de afrontar una mayor carga regulatoria que sus homólogos estadounidenses, lo que supone no solo un freno adicional a la financiación de la innovación, sino también a su rentabilidad.

En cuanto al segundo gran objetivo, la descarbonización, Draghi sugiere que la UE debe reorientar su apoyo a la fabricación de tecnologías limpias, centrándose en aquellas en las que es líder o en las que es estratégico desarrollar capacidad (como las baterías). Una de las medidas que destacan en este eje de actuación es la necesidad de reducir los precios de la energía para el consumidor final, uno de los lastres que se encuentra la industria europea en perspectiva comparada. Para conseguir esa rebaja, el informe propone un abanico de opciones que van desde una menor fiscalidad hasta una modificación del mecanis-

mo de fijación de precios que permita que el bajo coste de la energía renovable repercuta positivamente en toda la economía. Asimismo, se concreta en este eje otra de las ideas que recorre el informe transversalmente, que es la de conseguir que la UE se apalanque en su gran relevancia económica internacional, que permita y garantice la compra de todo tipo de insumos al mejor precio. En materia energética, esto pasaría por la compra conjunta de gas natural o de crudo, pero también por desarrollar estrategias comunes en casos de emergencia o crisis (como las fuertes subidas de los precios del gas tras la guerra de Rusia contra Ucrania) que eviten diferentes medidas nacionales que puedan distorsionar el mercado único.

El último objetivo y palanca para aumentar la competitividad es conseguir reducir la dependencia del exterior y aumentar la seguridad en un entorno geopolítico tan convulso como el actual. También aquí vuelve a aparecer la idea de la compra conjunta, en este caso de materias primas críticas para la transición ecológica. Por otro lado, desarrollar una política de defensa más autónoma también pasa por un impulso industrial que permita el desarrollo de compañías transeuropeas similares a Airbus, así como una mayor estandarización en los equipos y sistemas de defensa de los Estados miembros.

### **Reformas en la gobernanza de la UE para desbloquear el potencial de crecimiento**

Para conseguir avanzar en estos tres ejes, serán necesarias dos grandes reformas horizontales. La primera pasa por crear un entorno más propicio a la inversión, tanto pública como privada. Si bien la mayor parte del capital necesario para esta transformación productiva ha de provenir del sector privado, como lo ha hecho tradicionalmente, el sector público tiene que acompañar e incentivar estas inversiones. Una de las propuestas estrella del informe es, de hecho, que esa inversión pública se realice a través de la emisión periódica de activos seguros mancomunados (es decir, unos eurobonos que vengan a prolongar lo ya conseguido con el NGEU) que favorezcan la inversión en proyectos industriales paneuropeos.

El desarrollo de los eurobonos se debería complementar con una unión de los mercados de capitales y una unión bancaria más profundas y completas, así como de un mayor impulso a los sistemas de pensiones. Esto debería desbloquear el gran volumen de ahorro embalsado existente en la UE y permitir que la inversión fluya entre todos los Estados miembros. Además de los eurobonos, otra vía para conseguir tales extremos sería facilitar la titulización de activos bancarios, de modo que las entidades puedan liberar capital y aumenten su capacidad de financiación.

La necesidad de inversión se estima, de acuerdo con los cálculos de la Comisión Europea, en al menos 800.000 millones de euros anuales (un volumen equivalente a casi el 5% del PIB de la UE en 2023; de modo que la inversión

llegue a representar en torno al 27% del PIB de la UE, frente al 22% actual), aunque queda por ver si el tejido productivo sería capaz de absorber esta cantidad de fondos. De conseguirse, el informe estima un aumento del PIB del 6% en 15 años (si se compara con un escenario en el que no se realicen las inversiones) con una presión inflacionista limitada y temporal. El informe considera, además, que la elevada inversión pública tendrá un reducido impacto en la sostenibilidad fiscal si se consigue aumentar la productividad.

La segunda gran reforma horizontal es la mejora de la gobernanza europea en diferentes niveles. A nivel presupuestario, el informe propone diseñar un presupuesto más flexible, con mayor capacidad para reasignar gastos, dado su gran recorrido temporal, con menos partidas y una consolidación de prioridades en torno a los objetivos planteados (es decir, reorientado a las necesidades de la política industrial para atajar los tres grandes retos descritos). En otro nivel de carácter más «constitucional», el informe propone agilizar la toma de decisiones con la extensión o generalización del voto por mayoría cualificada frente a la unanimidad en el Consejo de la UE.

Aunque la acogida del informe ha sido positiva por parte de las autoridades europeas, queda por ver su recorrido y capacidad de lidiar con las reticencias que suscitan las propuestas en algunos Estados miembros, en especial las que más tiempo llevan planteándose sin éxito (como los eurobonos o la completitud de la unión bancaria y la del mercado de capitales).

*María Romero Meléndez y David del Val*

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

## ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Actividad</b>									
PIB real	2,5	2,9	3,2	3,2	2,9	3,0	–	–	–
Ventas al por menor (sin coches ni gasolina)	8,6	5,3	4,6	5,0	2,9	3,4	3,3	3,3	...
Confianza del consumidor (valor)	104,5	105,4	109,0	102,7	106,3	98,9	101,9	105,6	98,7
Producción industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,1	–0,5	0,1	–0,7	0,0	...
Índice de actividad manufacturera (ISM) (valor)	53,5	47,1	47,6	46,9	49,1	48,8	46,8	47,2	47,2
Viviendas iniciadas (miles)	1.552	1.421	1.380	1.481	1.407	1.340	1.237	1.356	...
Case-Shiller precio vivienda 2.ª mano (valor)	307	312	316	322	325	329	331	...	...
Tasa de paro (% pobl. activa)	3,6	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,3	4,2	4,1
Tasa de empleo (% pobl. > 16 años)	60,0	60,3	60,4	60,3	60,2	60,1	60,0	60,0	60,2
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–3,8	–3,1	–3,0	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	...	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	8,0	4,1	3,5	3,2	3,2	3,2	2,9	2,5	...
Inflación núcleo	6,2	4,8	4,4	4,0	3,8	3,4	3,2	3,2	...

## JAPÓN

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Actividad</b>									
PIB real	1,2	1,7	1,3	0,9	–0,9	–1,0	–	–	–
Confianza del consumidor (valor)	32,2	35,2	36,2	36,5	38,9	37,0	36,7	36,7	36,9
Producción industrial	0,0	–1,4	–3,6	–0,9	–4,3	–2,9	–0,4	–3,3	...
Índice actividad empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	9,0	13,0	11,0	13,0	–	–	–
Tasa de paro (% pobl. activa)	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	...
Balanza comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,1	–3,0	–2,7	–1,8	–1,2	–1,0	–1,0	–1,1	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,5	3,3	3,1	2,9	2,5	2,7	2,7	3,0	...
Inflación subyacente	1,1	3,9	4,3	3,9	3,2	2,2	1,9	2,1	...

## CHINA

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Actividad</b>									
PIB real	3,0	5,2	4,9	5,2	5,3	4,7	–	–	–
Ventas al por menor	–0,8	7,8	4,2	8,3	4,7	2,6	2,7	2,1	...
Producción industrial	3,4	4,6	4,2	6,0	5,8	5,9	5,1	4,5	...
PMI manufacturas (oficial)	49,1	49,9	49,7	49,3	49,7	49,8	49,4	49,1	49,8
<b>Sector exterior</b>									
Balanza comercial <sup>1,2</sup>	899	865	901	865	841	864	872	895	...
Exportaciones	7,1	–5,1	–10,8	–3,3	–1,7	4,4	6,7	8,3	...
Importaciones	0,7	–5,5	–8,5	0,9	1,6	2,5	7,2	0,5	...
<b>Precios</b>									
Inflación general	2,0	0,2	–0,1	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,6	...
Tipo de interés de referencia <sup>3</sup>	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,2	7,1

Notas: 1. Saldo acumulado durante los últimos 12 meses. 2. Miles de millones de dólares. 3. Final del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicaciones de Japón, Banco de Japón, Oficina Nacional de Estadística china y Refinitiv.

## EUROZONA

## Indicadores de actividad y empleo

Valores, salvo indicación expresa

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
Ventas al por menor (variación interanual)	1,4	-1,9	-2,2	-0,7	-0,2	0,3	-0,1	0,8	...
Producción industrial (variación interanual)	2,3	-2,1	-4,8	-3,7	-4,8	-3,6	-2,2	...	...
Confianza del consumidor	-21,9	-17,4	-16,3	-16,7	-15,5	-14,3	-13,0	-13,4	-12,9
Sentimiento económico	102,1	96,4	94,3	94,8	96,0	95,9	96,0	96,5	96,2
PMI manufacturas	52,1	45,0	43,2	43,9	46,4	46,3	45,8	45,8	45,0
PMI servicios	52,1	51,2	49,2	48,4	50,0	53,1	51,9	52,9	51,4
<b>Mercado de trabajo</b>									
Empleo (personas) (variación interanual)	2,2	1,4	1,4	1,2	1,0	...	-	-	-
<b>Tasa de paro (% pobl. activa)</b>	6,8	6,6	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	...
Alemania (% pobl. activa)	3,1	3,0	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,5	...
Francia (% pobl. activa)	7,3	7,4	7,4	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	...
Italia (% pobl. activa)	8,1	7,7	7,7	7,4	7,2	6,8	6,4	6,2	...
<b>PIB real (variación interanual)</b>	3,4	0,5	0,0	0,2	0,5	0,6	-	-	-
Alemania (variación interanual)	1,5	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	-	-	-
Francia (variación interanual)	2,6	1,1	0,9	1,3	1,5	1,0	-	-	-
Italia (variación interanual)	4,9	0,8	0,1	0,3	0,2	0,6	-	-	-

## Precios

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
General	8,4	5,5	5,0	2,7	2,6	2,5	2,6	2,2	1,8
Núcleo	3,9	5,0	5,1	3,7	3,1	2,8	2,9	2,8	2,7

## Sector exterior

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en % del PIB de los últimos 4 trimestres, salvo indicación expresa

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Saldo corriente</b>	0,0	2,1	1,6	2,1	2,6	3,2	3,4	...	...
Alemania	4,4	5,9	5,5	5,9	6,2	6,5	6,5	...	...
Francia	-1,2	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	-1,1	-1,0	...	...
Italia	-1,5	0,5	0,0	0,5	1,1	1,6	1,5	...	...
<b>Tipo de cambio efectivo nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	90,9	94,7	95,9	95,1	95,2	95,2	95,5	95,7	95,6

## Crédito y depósitos de los sectores no financieros

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Financiación del sector privado</b>									
Crédito a sociedades no financieras <sup>2</sup>	6,7	2,7	1,1	0,1	0,3	0,4	0,6	0,8	...
Crédito a hogares <sup>2,3</sup>	4,4	1,7	1,1	0,5	0,3	0,3	0,5	0,6	...
Tipo de interés de crédito a las sociedades no financieras <sup>4</sup> (%)	1,8	4,6	5,0	5,2	5,1	5,1	5,1	5,0	...
Tipo de interés de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda <sup>5</sup> (%)	2,0	4,4	4,7	4,9	4,9	4,8	4,8	4,7	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos a la vista	6,3	-8,5	-11,3	-10,7	-8,8	-5,5	-3,6	-2,5	...
Otros depósitos a corto plazo	4,5	21,1	23,2	21,0	18,4	14,4	11,4	10,6	...
Instrumentos negociables	3,7	20,3	20,4	19,9	20,5	19,7	21,4	22,0	...
Tipo de interés de los depósitos hasta 1 año de los hogares (%)	0,5	2,7	3,0	3,3	3,2	3,1	3,0	3,0	...

**Notas:** 1. Ponderado por el flujo de comercio exterior. Valores mayores significan apreciación de la moneda. 2. Datos ajustados de ventas y titulaciones. 3. Incluyen las ISFLSH. 4. Créditos de más de un millón de euros a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial. 5. Préstamos a tipo flexible y hasta un año de fijación del tipo oficial.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, Banco Central Europeo, Comisión Europea, organismos nacionales de estadística y Markit.

## La economía española, mejor de lo que creíamos

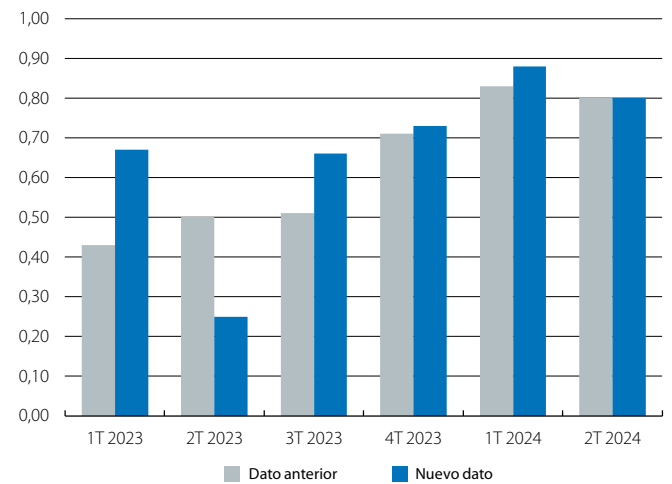
**El INE revisa al alza el crecimiento de los últimos años.** El organismo revisó a finales de septiembre el crecimiento intertrimestral del PIB del 1T 2024 en 0,1 p. p., hasta el 0,9%, y mantuvo el crecimiento del 2T 2024 en el 0,8%. De este modo, confirma la buena marcha de la economía española en lo que llevamos de año gracias al dinamismo de la demanda externa. Asimismo, el INE también revisó la senda del crecimiento del PIB durante el periodo 2020-2023. En conjunto, los datos muestran que la recuperación de la economía española tras la pandemia fue más intensa de lo estimado anteriormente. La revisión también ofrece una nueva perspectiva respecto al patrón de recuperación de la economía después de la crisis de la COVID. En concreto, los datos muestran que el consumo privado acumula un crecimiento del 1,4% desde el 4T 2019, el doble de lo estimado anteriormente, mientras que la inversión se sitúa ahora un 0,4% por encima del nivel prepandemia en lugar de un 1,3% por debajo. De este modo, si bien la demanda externa fue el principal impulsor del crecimiento durante la recuperación, la contribución entre demanda interna y externa fue más balanceada de lo estimado inicialmente.

En este contexto, las previsiones de crecimiento para la economía española de diversos organismos y analistas están siendo revisadas al alza. Así, el Banco de España ha elevado sus previsiones de crecimiento del PIB para el 2024 en 5 décimas, hasta el 2,8%. Para los dos años siguientes, el supervisor revisó la previsión de crecimiento al alza hasta el 2,2% y el 1,9%, respectivamente. Durante este mismo mes, el Gobierno también mejoró sus previsiones para el 2024 en 3 décimas, hasta el 2,7%, y en 2 décimas su previsión para 2025 y 2026, hasta el 2,4% y el 2,2%, respectivamente. Estas previsiones están en línea con la revisión al alza del crecimiento hasta el 2,8% de nuestro nuevo escenario (véase el Focus «[Se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB en España](#)» en este mismo informe).

**Los indicadores avanzados del 3T apuntan a una mejora en el consumo privado.** Con datos disponibles hasta la tercera semana de septiembre, el indicador de consumo de CaixaBank Research apunta a una mejora del consumo de los hogares al crecer un 4,0% interanual (3,5% del 2T), gracias al aumento de 7 décimas del consumo presencial hasta el 1,8%. El avance del consumo se aprecia sobre todo en el gasto en bienes de primera necesidad (5,6% interanual vs. 5,0% en el 2T), mientras que el gasto en transportes y gasolineras se moderó con fuerza (0,5% interanual vs. 5,1% en el 2T), en línea con las caídas en el precio de la gasolina. Por el lado de la oferta, el índice PMI del sector manufacturero revierte tres meses de caídas y en septiembre se alzó hasta los 53 puntos, el mayor registro desde mayo. De igual manera, el índice PMI del sector servicios repuntó con fuerza, situándose en 57, el mejor dato desde abril de 2023.

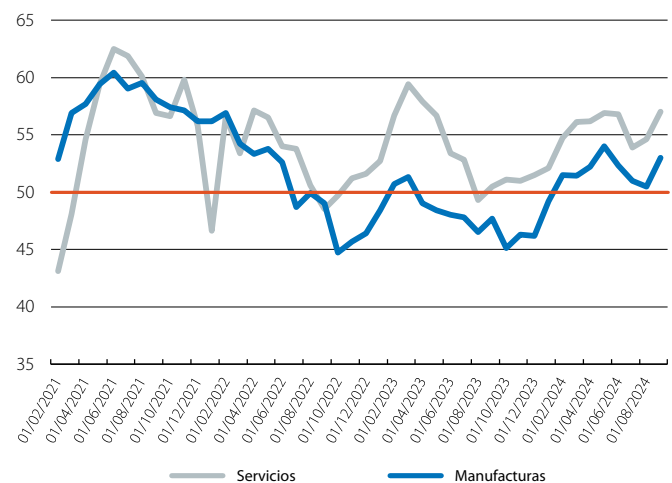
**El mercado laboral se desacelera en el 3T.** En septiembre, el número de afiliados aumentó en 22.220 en términos desestacionalizados.

### España: PIB Variación intertrimestral (%)



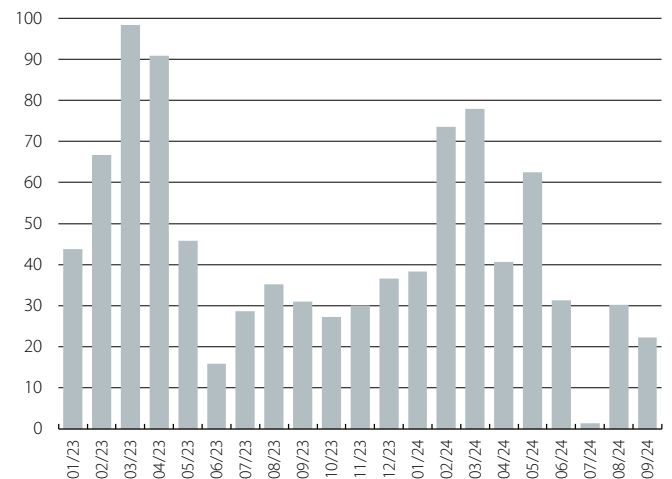
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: PMI Nivel



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

### España: afiliados a la Seguridad Social Variación intermensual (miles) \*



Nota: \* Datos desestacionalizados.

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



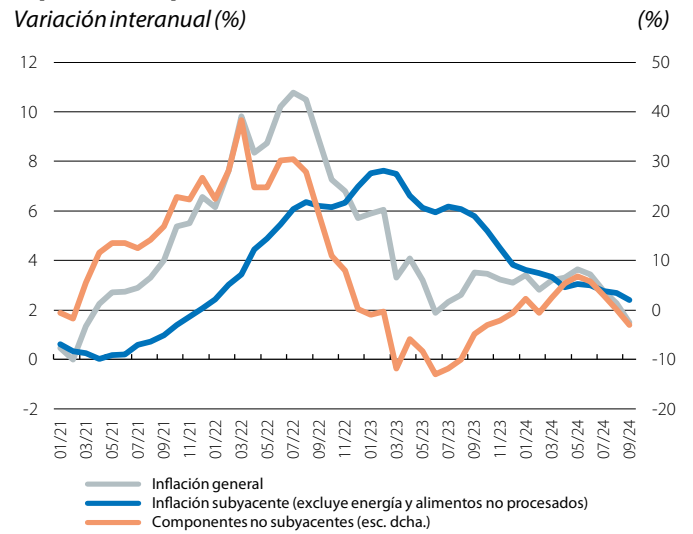
cionalizados, cerrando así el 3T con un crecimiento intertrimestral del 0,3%, 5 décimas por debajo del 2T. De este modo, el mercado laboral empezó a mostrar signos de moderación, después de acelerarse en el 2T y habiendo sustentado el crecimiento de la actividad española durante los dos primeros trimestres del año. La tasa de temporalidad volvió a caer después de tres meses de leves repuntes: del total de afiliados al Régimen General en septiembre, el 13,1% son temporales, 1,1 puntos menos que el mes anterior y 0,9 puntos menos que en septiembre del año pasado.

**La inflación sorprende al situarse en el 1,5% en septiembre.** Según el indicador adelantado del IPC publicado por el INE, la inflación general cayó 8 décimas en septiembre hasta situarse en el 1,5%, debido al descenso de los precios de los carburantes y, en menor medida, de los alimentos y la electricidad. Por otro lado, la inflación subyacente, que excluye energía y alimentos no elaborados, cayó 3 décimas hasta el 2,4% en septiembre. Los datos tanto de inflación general como subyacente han sorprendido a la baja y apuntan a un nuevo descenso de la inflación de los alimentos, dando así continuidad a la moderación de los últimos meses. Por otra parte, habrá que esperar al desglose por componentes a mediados de octubre para comprobar si se ha producido una caída en la inflación de los servicios, que se ha mantenido por encima del 3,5% en lo que llevamos de año.

**Los hogares continuaron ahorrando con intensidad.** Durante el 2T, la renta bruta disponible de los hogares avanzó un 8,7% respecto al mismo trimestre del año pasado, un avance que ha sorprendido al alza y se sitúa 2 puntos por encima del aumento del gasto de las familias (6,7%). De este modo, la tasa de ahorro de las familias alcanzó un nuevo pico en el periodo pospandemia al situarse en el 13,4% de la renta bruta disponible, un registro muy por encima del promedio 2015-2019 del 7,2%. El dato del 2T se explica por la buena marcha del mercado laboral, que supuso un aumento de la masa salarial del 7,4%. Asimismo, en el contexto de revisión de las series históricas, el INE también revisó al alza la tasa de ahorro de las familias de 2023 en 3 décimas, hasta el 12%.

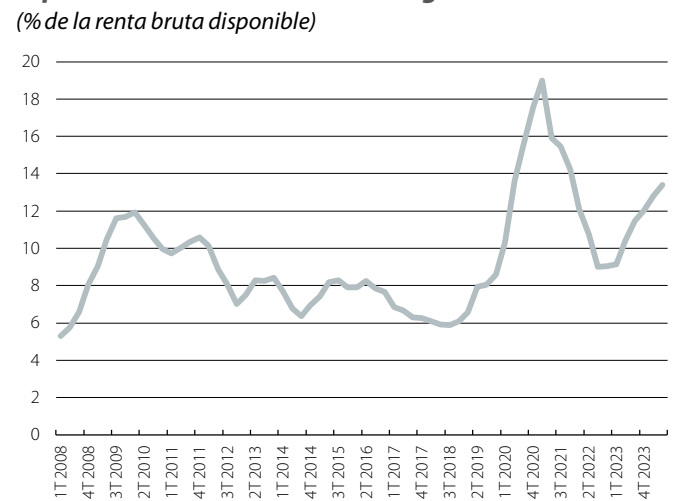
**La demanda de vivienda sorprende al alza.** Las compraventas volvieron a aumentar con fuerza en julio, un 19% interanual, tras dos meses consecutivos de caídas. El balance de lo que llevamos de año recoge un descenso de las transacciones del 1,3% en el acumulado hasta julio, si bien se trata de una caída leve comparada con el descenso del 6,1% en el mismo periodo del año pasado. El aumento de julio fue generalizado por tipología de vivienda (39% en vivienda nueva y 15,5% en el caso de la usada) y entre comunidades autónomas (solo Baleares y Melilla registraron un descenso). En balance, en un contexto de tipos de interés todavía elevados, la demanda se sigue mostrando algo más robusta de lo esperado (se han cerrado unas 579.000 operaciones de compraventa en los últimos 12 meses), lo cual se está trasladando a los precios. Los principales indicadores de precios de la vivienda muestran una aceleración durante el 2T, como es el caso del valor de tasación de la vivienda libre publicado por el MIVAU (1,6% intertrimestral vs. 1,3% en el 1T) o el precio de la vivienda del INE (3,6% intertrimestral vs. 2,6% en el 1T).

**España: componentes de la inflación**



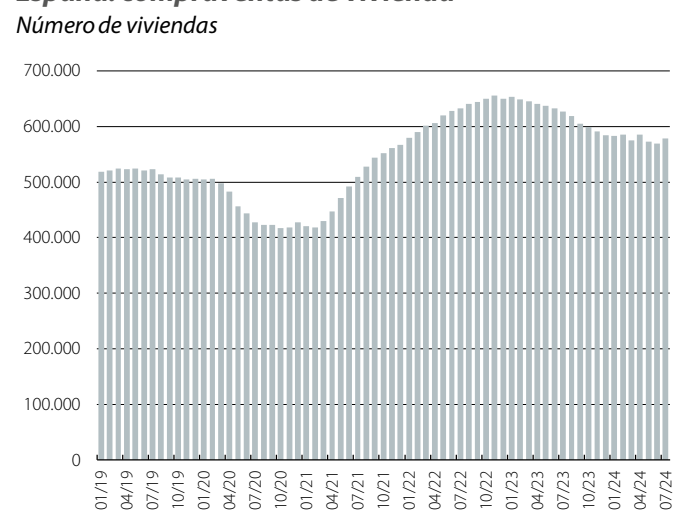
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: tasa de ahorro de los hogares**



Nota: Acumulado de 4 trimestres.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: compraventas de vivienda**



Nota: Acumulado de 12 meses.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

## Se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB en España

Desde la última actualización del escenario macroeconómico, en junio de este año, incorporamos la nueva información disponible y volvemos a examinar los principales factores que dominan el escenario.

### Mejor punto de partida

La economía española volvió a sorprender positivamente en el 2T 2024 al crecer un 0,8% intertrimestral, un ritmo de crecimiento dinámico y superior al 0,2% registrado en la eurozona. Esta sorpresa se suma a la revisión al alza de la serie histórica. Según las nuevas estimaciones del INE, entre 2019 y el 2T 2024, el PIB ha crecido un 5,7%, 1,0 p. p. por encima de la estimación anterior. Parte de esta revisión al alza del crecimiento se concentra en 2023, cuando el PIB creció un 2,7% en lugar del 2,5% estimado anteriormente.

Así pues, durante el primer semestre de este año, la economía española ha mantenido un ritmo de crecimiento dinámico a pesar de los múltiples factores que han jugado en contra, como el estancamiento de la economía germana y una inflación y unos tipos de interés todavía en niveles elevados. Detrás de este comportamiento positivo subyacen elementos como el buen desempeño del mercado laboral y los excelentes datos de turismo internacional, que volvieron a superar las expectativas. La demanda interna ha mantenido un ritmo de avance más modesto, pero el consumo privado se ha ido reactivando y en los últimos trimestres ya presenta un ritmo de avance superior al del PIB. La inversión, aunque creció en términos intertrimestrales por encima del PIB en el 2T, se encuentra solamente un 0,4% por encima de los niveles del 4T 2019, y el consumo privado se sitúa un 1,4% por encima, a pesar de un aumento de la población del 3,1% durante este mismo periodo.<sup>1</sup>

Los primeros datos de actividad del 3T están saliendo según lo esperado, y apuntan a un ritmo de crecimiento dinámico pero algo más suave que en la primera mitad del año.

Cabe destacar que en los últimos años (2022-2023) la demanda externa y el consumo público han sido los principales motores de crecimiento, pero estos deberían ceder protagonismo al consumo privado y la inversión, al verse estos componentes impulsados por la recuperación del poder adquisitivo de los hogares, la bajada de los tipos de interés y la solidez de la posición financiera de hogares y empresas.

### Revisión de los supuestos subyacentes del escenario

Los supuestos subyacentes del escenario han cambiado en una dirección que refuerza la narrativa de que el consumo y la inversión deberían ganar protagonismo en detrimento de la demanda externa.

En primer lugar, anticipamos unas condiciones financieras algo más favorables que las consideradas anteriormente y las bajadas de tipos de interés ganarán algo de velocidad respecto a nuestro anterior escenario. En la eurozona, la inflación se ha ido moderando y se espera que podría

alcanzar el objetivo del BCE del 2% en la segunda mitad del año 2025. En este contexto, nuestro escenario actual contempla cuatro bajadas de 25 p. b. de los tipos en 2025, una más que en el escenario previo, lo que llevaría al tipo *depo* al 2,25% a finales de 2025.

Por lo que se refiere al precio del petróleo, la materialización de la ralentización económica en China y las expectativas de un posible aumento de la producción de la OPEP han propiciado una notable caída del Brent en los últimos meses, lo que nos lleva a revisar la senda de precios del crudo a la baja en 2024 y 2025, hasta un precio promedio de 80,4 dólares por barril en 2024 (7 dólares menos que en el escenario previo) e inferior a 75 dólares por barril en 2025 (también 7 dólares menos), lo que tiene un impacto positivo sobre nuestra economía, dado que somos un importador neto de petróleo. Sin embargo, en el terreno energético este impacto positivo proveniente del petróleo se ve compensado parcialmente por la revisión al alza en los precios del gas debido a la posible remodulación de los flujos de gas provenientes de Rusia que pasan por Ucrania.<sup>2</sup>

En cuanto a la actividad en los mercados exteriores, la economía mundial mantiene un tono robusto, si bien las perspectivas para la última parte del año se han debilitado. En la eurozona, hemos revisado -0,1 p. p. la previsión de crecimiento de 2024, hasta el 0,7%, y en 2025, -0,4 p. p., hasta el 1,3%, debido principalmente a la debilidad alemana. Este escenario ligeramente más adverso refuerza la narrativa de que el crecimiento de las exportaciones españolas se desacelerará en 2025.

### Perspectivas

Los buenos datos del 2T del año, junto con la revisión al alza en el ritmo de crecimiento de 2023, nos llevan a revisar al alza nuestra previsión de crecimiento del PIB para el conjunto de 2024 hasta el 2,8% interanual (0,4 p. p. más que en el escenario anterior). De cara a 2025, los últimos datos y el contexto global comentado en la sección anterior refuerzan los factores que apoyan un crecimiento del PIB del 2,3%, dinámico pero algo menor que en 2024.

En inflación, los datos más recientes avalan nuestro escenario previo y los cambios son menores. En particular, revisamos la inflación media de 2024 a la baja del 3,2% al 3,0%, debido a un mejor comportamiento de lo esperado de la inflación de los alimentos, la energía y los bienes industriales. En contraposición, la inflación de los servicios está siendo más persistente de lo previsto, lo que ha limitado el alcance de la revisión. De cara a 2025, mantenemos la previsión de una inflación promedio del 2,5%.

Más allá del dato agregado, el nuevo escenario para la economía española refleja un progresivo cambio en el patrón de crecimiento. La demanda externa (véase el primer gráfico) irá cediendo protagonismo a la interna. No en vano, la eurozona mantiene unos ritmos de avance muy modestos,

2. Véase el Focus «Modesto deterioro de las expectativas de crecimiento para la economía internacional» en este mismo informe.

1. Datos de la Estadística continua de población del INE.

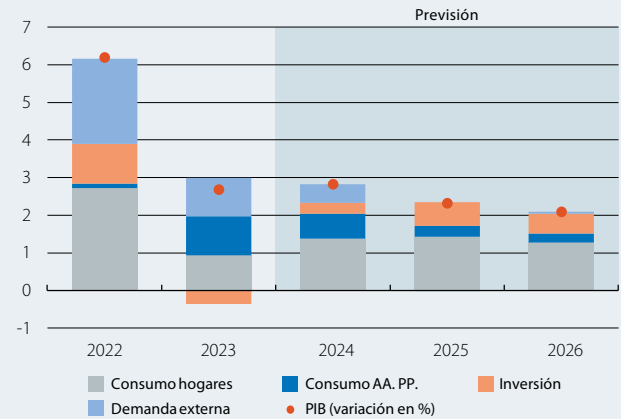
mientras que las economías de EE. UU. y China se están desacelerando. Por otro lado, el sector turístico, tras recuperar y superar ampliamente los niveles previos a la pandemia, también debería normalizar su ritmo de crecimiento, aunque este continuará siendo dinámico.

En cuanto a la demanda interna, por el lado del consumo privado, este crecerá por encima del 2% en 2024 (aumento del 1,7% en 2023) y se acelerará ligeramente en 2025. Los factores que explican la reactivación del consumo son la recuperación del poder adquisitivo y la caída de los tipos de interés. De cara a futuro, el consumo tiene margen para crecer con mayor intensidad, dada la elevada tasa de ahorro de los hogares al calor del fuerte aumento de la renta bruta disponible durante los últimos trimestres –que ha tenido un ritmo de avance del 9,8% interanual en el primer semestre de 2024, cifra muy superior a la inflación y al ritmo de creación de hogares–. Por otro lado, esperamos que la inversión vaya ganando dinamismo en 2025 aupada por el ciclo de bajadas en los tipos de interés y una mayor tracción de la ejecución de los fondos Next Generation EU (NGEU).

Las buenas perspectivas en nuestro escenario no se limitan al crecimiento de la actividad. El mercado laboral, pese a moderarse ligeramente tras los excelentes resultados del primer semestre, continuará contribuyendo a impulsar la demanda interna. En concreto, prevemos que la cifra media de nuevos afiliados alcance prácticamente los 500.000 en 2024 y supere los 400.000 en 2025. Mantenemos las previsiones de tasa de paro en el 11,6% en 2024 y en el 11,2% en 2025, como en el escenario anterior. El fuerte crecimiento de la población activa, del 1,6% de media anual en 2024 y del 1,5% en 2025, limitará el descenso de la tasa de paro pese a la intensa creación de empleo.

Los riesgos alrededor del nuevo escenario de previsiones son materiales. Por un lado, el consumo y la inversión podrían crecer a un ritmo mayor de lo anticipado si se aceleran las bajadas de tipos o los hogares liberan el ahorro acumulado de forma más acusada. Los principales riesgos a la baja son de carácter geopolítico. En el plano internacional, una mayor escalada del conflicto en el Oriente Medio podría provocar un fuerte aumento de los precios del petróleo y

**España: contribución al crecimiento del PIB**  
(p. p.)



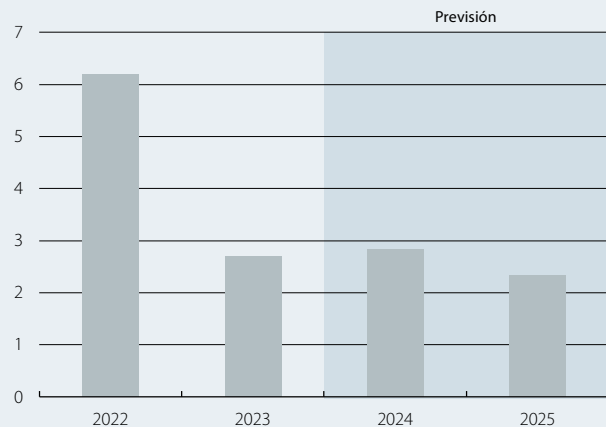
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

revertir el proceso de moderación de la inflación con su consecuente impacto en la actividad económica. Asimismo, un agravamiento de la situación de la gripada locomotora alemana o un repunte generalizado de aranceles dependiendo del resultado de las elecciones estadounidenses son otros riesgos que hay que tener en cuenta, sin olvidar la desaceleración de la economía china. En el plano nacional, es importante que la ejecución de los fondos NGEU vaya ganando tracción y apoye la recuperación de la inversión empresarial.

En conclusión, la economía encara el tramo final de 2024 y 2025 con unas perspectivas positivas. Los principales retos a los que se ha enfrentado la economía española hasta ahora, como el impacto de la inflación y la subida de los tipos de interés, comienzan a desvanecerse. Por otro lado, la progresiva recuperación del poder adquisitivo de las familias, su sólida posición financiera y un contexto global que, aunque se ha deteriorado ligeramente, mantiene el tipo nos llevan a un escenario con unas perspectivas relativamente favorables.

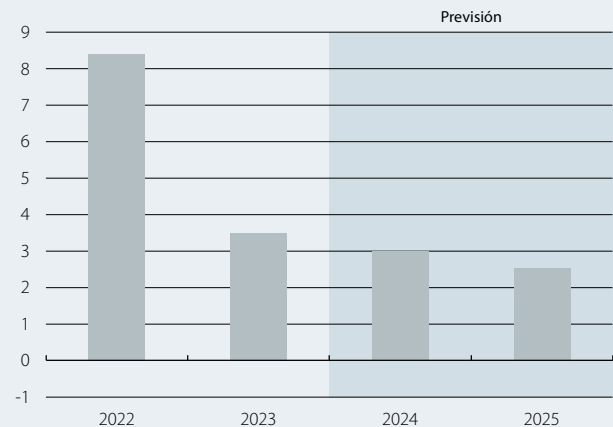
Oriol Carreras y Javier Garcia-Arenas

**España: PIB**  
Variación anual (%)



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

**España: inflación**  
Variación anual (%)



## El sector turístico español bate todos los récords en verano de 2024

El verano de 2024 ha consolidado el sector turístico español como uno de los motores claves de la economía española, superando prácticamente todos los récords históricos. Estos resultados se deben al impulso de la recuperación de las rentas en los países emisores, la estabilidad geopolítica en España y a la elevada competitividad internacional del sector turístico. A pesar de la tendencia creciente hacia la desestacionalización del turismo, los meses de julio y agosto han registrado cifras extraordinarias que merecen un análisis detallado.

### Récord histórico en pernoctaciones

Las pernoctaciones turísticas en España han alcanzado máximos históricos este verano. Según datos del INE, las pernoctaciones han aumentado un 1,9% en julio y un 2,5% en agosto en términos interanuales, y se han situado un 3,2% y un 1,3% por encima de los niveles de 2019, respectivamente. Estas cifras no solo representan un récord histórico, sino que también superan significativamente las tasas interanuales observadas en 2023, que fueron del 0,4% en julio y del 0,3% en agosto.

Este crecimiento ha sido impulsado principalmente por el turismo internacional, que ha mostrado un dinamismo notable. Las pernoctaciones de visitantes extranjeros aumentaron un 4,8% en el conjunto de julio y agosto respecto al mismo periodo del año pasado, superando en un 2,6% los niveles de 2019. Por el contrario, las pernoctaciones domésticas experimentaron una ligera contracción del 1,2% en julio y agosto. Sin embargo, es importante señalar que, a pesar de esta disminución, los niveles se mantienen elevados, con incrementos del 1,7% respecto a julio y agosto de 2019.

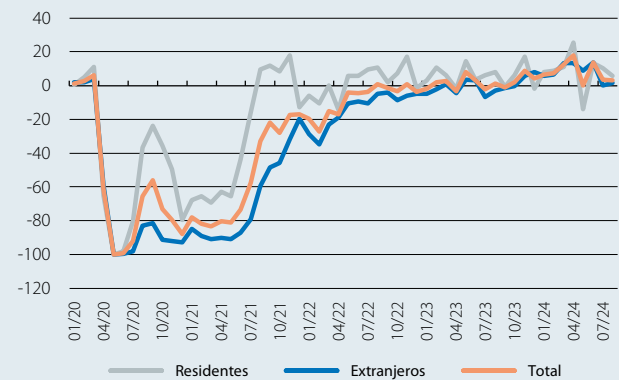
Cabe destacar que el crecimiento en pernoctaciones durante los meses de verano fue menor que en el primer semestre del año, cuando se registró un aumento total del 6,8% (1,4% doméstico y 9,8% internacional). Esta desaceleración relativa refleja la mencionada desestacionalización del turismo, que está redistribuyendo la afluencia turística a lo largo de todo el año. Destacamos que la tendencia hacia la desestacionalización es una señal positiva para el sector, ya que contribuye a reducir la temporalidad laboral y permite una mayor utilización del capital invertido en infraestructuras turísticas.

### Las llegadas internacionales: en aumento de manera transversal

Las llegadas internacionales también han dado excelentes noticias. Según datos de Frontur del INE, en julio y agosto las llegadas de turistas extranjeros superaron en un 8,9% los niveles de 2019. Este crecimiento es transversal y se

### España: pernoctaciones turísticas

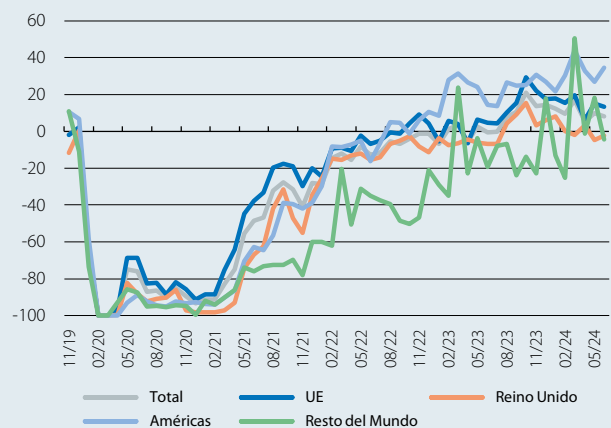
Variación respecto al mismo mes de 2019 (%)



**Notas:** Pernoctaciones en establecimientos hoteleros, apartamentos turísticos, agroturismos y campings.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: llegadas de turistas internacionales

Variación con respecto al mismo mes de 2019 (%)



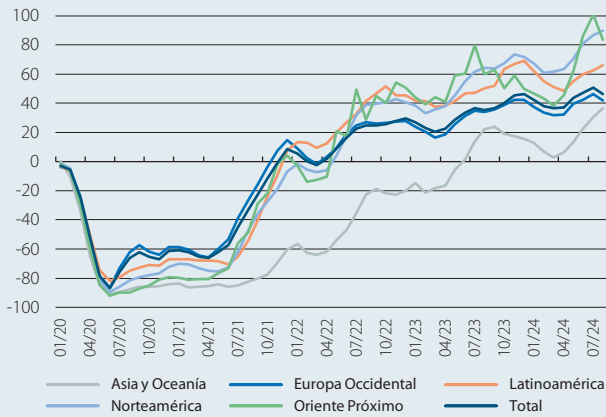
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

apoya en el excelente comportamiento de los turistas procedentes de la UE, que aumentaron un 14,3% en julio y agosto, y de las Américas, con incrementos del 30,3% en los mismos meses.

Entre los principales mercados emisores, el Reino Unido muestra un comportamiento algo rezagado, con caídas del 3,6% en julio y agosto respecto a 2019. Aunque los turistas británicos se están acercando a los niveles pre-pandemia, aún no logran alcanzarlos completamente. Factores como las incertidumbres económicas pos-*bretxit* y las fluctuaciones en el tipo de cambio de la libra esterlina podrían estar influyendo en esta tendencia. Por otro lado, el aumento en la afluencia de turistas de mercados lejanos como América del Norte y América Latina indica un creciente interés por España como destino turístico de largo radio.

**España: gasto turístico internacional**

Variación con respecto al mismo mes de 2019 (%)



Fuente: CaixaBank Research.

**Incremento sustancial en el gasto turístico**

Los datos de gasto turístico son sumamente positivos, ya que confluyen las buenas cifras en términos reales con los incrementos de precios durante el periodo pospandemia. El análisis de gasto turístico está basado en datos internos de CaixaBank Research que reflejan las transacciones –debidamente agregadas y anonimizadas– realizadas con tarjetas internacionales en TPV de CaixaBank. Los datos indican que el gasto internacional en julio y agosto de 2024 se situó un 50,4% y un 46,2% por encima de los niveles de 2019, respectivamente.

Destaca especialmente el crecimiento del gasto procedente de América del Norte, con incrementos del 86,6% en julio y del 89,9% en agosto. América Latina también muestra un desempeño sólido, con aumentos del 62,5% y del 66,0% en los mismos meses. Estos datos reflejan no solo un mayor número de visitantes, sino también un incremento en el gasto por turista, lo que supone un impacto económico significativo para el sector.

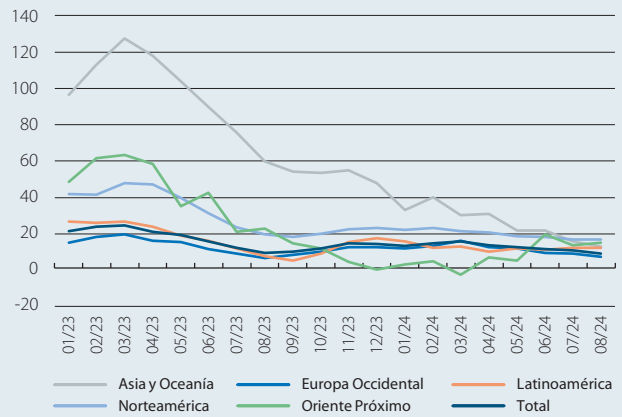
Por otro lado, Asia y Oceanía presentan aumentos de gasto más moderados y se sitúan un 30,6% y un 36,5% por encima de 2019 en julio y agosto, respectivamente. No obstante, las tasas de crecimiento interanual son robustas, con aumentos del 14,6% en julio y del 11,6% en agosto. Este crecimiento sostenido indica un potencial de fortalecimiento futuro a medida que estos mercados continúan recuperándose. Según la OMT, en 2030, Asia emitirá un 165% más de turistas que en 2010, contra un crecimiento del 64% para Europa.<sup>1</sup> Por tanto, la capacidad de atraer a turistas de estos mercados emergentes será crucial para la diversificación y resiliencia del sector a largo plazo.

**Retos y oportunidades en el mercado asiático**

El desempeño relativamente mitigado del turismo asiático se debe sobre todo a la recuperación más lenta del tu-

1. Véase World Tourism Organization, «Tourism towards 2030/Global Overview».

Variación interanual (%)

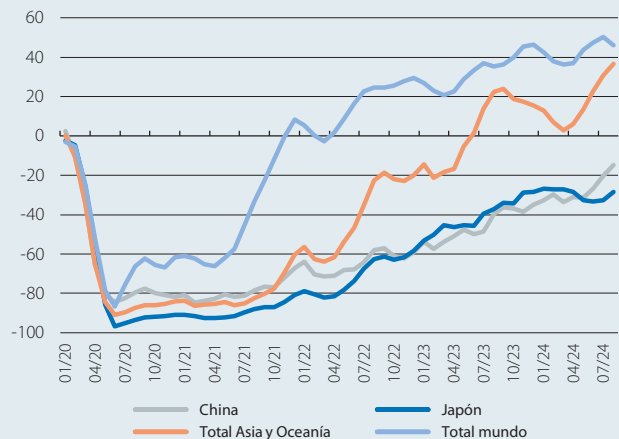


rismo proveniente de China y Japón. El gasto turístico proveniente de estos países ha quedado rezagado, con niveles de gasto aún por debajo de los registrados en 2019. En el caso de China, el gasto turístico se situó un 20,5% en julio y un 14,8% en agosto por debajo de los registros de los mismos meses de 2019. Japón presenta registros inferiores a los de 2019, del -32,6% en julio y del -28,4% en agosto.

La lenta recuperación del turismo chino se debe en gran medida al levantamiento más tardío de las restricciones relacionadas con la COVID-19 en el país y a los problemas de la economía china y su impacto sobre la confianza de los hogares. Sin embargo, los indicadores apuntan a una reactivación significativa, con crecimientos interanuales del 55,2% en julio y del 42,8% en agosto. Además, la reanudación de conexiones aéreas directas, como la ruta Shanghái-Barcelona en agosto de 2024, refuerza las expectativas de un crecimiento robusto a corto y medio plazo.

**España: gasto turístico proveniente de Asia**

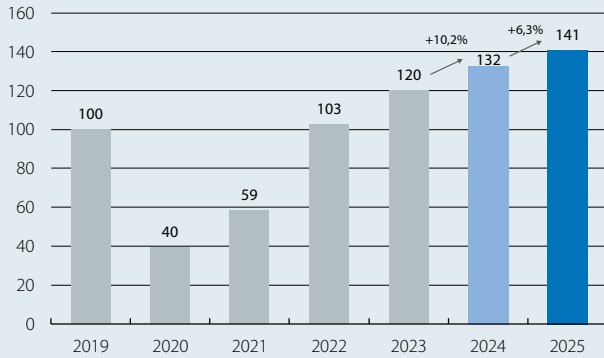
Variación con respecto al mismo mes de 2019 (%)



Fuente: CaixaBank Research.

**España: evolución del PIB turístico**

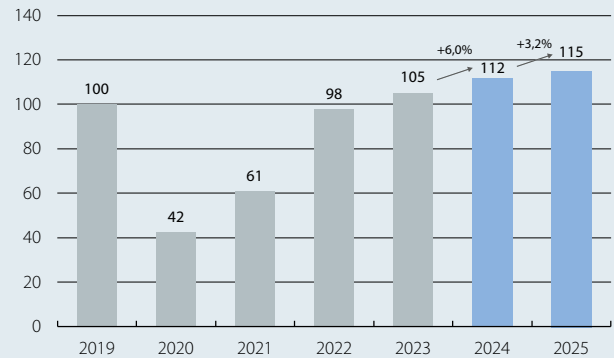
**Términos nominales**  
Índice (100 = 2019)



*Nota:* Previsiones a partir del 3T 2024.

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

**Términos reales**  
Índice (100 = 2019)



En el caso de Japón, la debilidad del yen ha influido negativamente en el poder adquisitivo de los turistas japoneses en el extranjero. Se espera que, en los próximos años, el yen recupere parte de su valor, lo que podría impulsar nuevamente el turismo japonés hacia España. La mejora en las condiciones económicas y monetarias en Japón será un factor determinante para revitalizar este mercado.

**Proyección del PIB turístico**

En vista de la fuerte temporada de verano, hemos revisado al alza nuestras previsiones de crecimiento para el sector. Estimamos que el PIB turístico crecerá un 6% en 2024 en términos reales, situándose un 12% por encima de los niveles de 2019. En términos nominales, el incremento alcanza el 32%, reflejando no solo un mayor volumen de actividad sino también un aumento en los precios y en el valor añadido generado por el sector. El verano de 2024 consolida el sector turístico como un pilar del crecimiento de la economía española. Preveemos que el crecimiento del 6% del PIB turístico aporte 0,76 p. p. de crecimiento al PIB español en 2024, representando un 27% del crecimiento este año. Estimamos que el PIB turístico alcanzará un peso del 13% en el PIB total este año.

Más allá de 2024, preveemos que el sector turístico continúe expandiéndose en 2025, con un crecimiento del 3,2% en términos reales. La recuperación de la renta bruta disponible en los países emisores a medida que termina de disiparse el *shock* inflacionista y la percepción de estabilidad geopolítica en España continuarán aupando al sector en los próximos trimestres. Preveemos que este continúe su senda de desestacionalización y que observemos crecimientos más fuertes fuera de la temporada alta. Las buenas cifras del turismo hacen aún más relevantes las discusiones sobre sostenibilidad y la apuesta por un turismo de calidad, el gran reto del turismo en España a medio plazo.

David Cesar Heymann

**Indicadores de actividad y empleo**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	2,2	-1,1	-2,1	-0,8	-0,4	0,1	-0,4	-0,1	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-0,8	-6,5	-8,2	-8,1	-5,1	-5,5	-4,3	-3,4	-0,7
PMI de manufacturas (valor)	51,0	48,0	47,3	45,9	50,7	52,8	51,0	50,5	53,0
<b>Construcción</b>									
Visados de obra nueva (acum. 12 meses)	15,4	1,3	4,3	0,8	2,9	4,0	4,8	...	...
Compraventa de viviendas (acum. 12 meses)	29,0	0,1	-3,5	-9,3	-10,5	-9,6	-7,7	...	...
Precio de la vivienda	7,4	4,0	4,5	4,2	6,3	7,8	...	...	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	21,9	18,9	15,8	14,3	13,7	12,8	...
PMI de servicios (valor)	52,5	53,6	50,9	51,2	54,3	56,6	53,9	54,6	57,0
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista <sup>1</sup>	2,3	2,5	2,0	2,8	1,1	0,4	1,1	2,3	...
Matriculaciones de automóviles	-3,0	18,5	6,9	11,9	4,2	9,6	3,4	-6,5	6,3
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-16,1	-19,1	-17,2	-14,4	-13,6	-15,0	-12,3
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada <sup>2</sup>	3,6	3,1	3,4	3,6	3,0	2,0	-	-	-
Tasa de paro (% de la población activa)	13,0	12,2	11,9	11,8	12,3	11,3	-	-	-
Afiliados a la Seguridad Social <sup>3</sup>	3,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,4	2,4	2,3	2,3
<b>PIB</b>	<b>6,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	-	-	-

**Precios**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
General	8,4	3,6	2,8	3,3	3,1	3,5	2,8	2,3	1,5
Subyacente	5,1	6,1	6,0	4,5	3,5	3,0	2,8	2,7	2,4

**Sector exterior**

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	4,5	-1,4	-6,9	-4,9	-3,8	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	-1,2	-7,2	-9,8	-7,1	-6,2	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>4,8</b>	<b>39,8</b>	<b>36,3</b>	<b>39,8</b>	<b>41,2</b>	<b>45,3</b>	<b>47,8</b>	...	...
Bienes y servicios	12,1	58,8	52,6	58,8	60,5	65,4	68,0	...	...
Rentas primarias y secundarias	-7,3	-19,1	-16,3	-19,1	-19,2	-20,2	-20,2	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>17,5</b>	<b>56,0</b>	<b>50,5</b>	<b>56,0</b>	<b>56,0</b>	<b>61,4</b>	<b>63,9</b>	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros<sup>4</sup>**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Depósitos</b>									
Depósitos de hogares y empresas	3,1	0,3	-1,3	0,3	3,3	5,2	4,2	4,8	...
A la vista y preaviso	3,6	-7,4	-6,8	-7,4	-5,2	-1,9	-2,6	-1,5	...
A plazo y cesiones temporales (repo)	-3,0	100,5	74,4	100,5	96,7	68,0	58,6	52,9	...
Depósitos de AA. PP. <sup>5</sup>	-0,8	0,5	14,6	0,5	-4,6	-4,1	6,3	9,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>4,8</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,7</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Sector privado	-0,4	-3,4	-3,5	-3,4	-2,6	-1,3	-1,1	-0,7	...
Empresas no financieras	-0,7	-4,7	-4,8	-4,7	-3,6	-1,8	-1,7	-1,3	...
Hogares - viviendas	-0,2	-3,2	-3,3	-3,2	-2,5	-1,5	-1,0	-0,7	...
Hogares - otras finalidades	0,0	-0,5	-0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,3	0,5	...
Administraciones públicas	0,6	-3,5	-4,1	-3,5	-4,8	-2,7	-6,3	-7,5	...
<b>TOTAL</b>	<b>-0,3</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,2</b>	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>6</sup></b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	...	...

Notas: 1. Dato deflactado, excluye estaciones de servicio. 2. Estimación EPA. 3. Datos medios mensuales. 4. Datos agregados del sector bancario español y residentes en España. 5. Depósitos públicos, excluidas las cesiones temporales (repo). 6. Dato fin de periodo.

Fuentes: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Economía, MITMA, MISSM, INE, S&P Global PMI, Comisión Europea, Departamento de Aduanas e Impuestos Especiales y Banco de España.

## Portugal: la revisión de las Cuentas Nacionales apunta a una economía más robusta

La economía portuguesa anotó en los últimos años un comportamiento más robusto del que se había estimado anteriormente. Tras reconsiderar los principales agregados macroeconómicos, a raíz de las nuevas series de Contabilidad Nacional, destaca la revisión del crecimiento del PIB real en 2023 del 2,3% al 2,5%, lo que, sumado a las revisiones efectuadas en el 1T 2024 y el 2T 2024, sitúa el PIB real un 6,8% por encima del nivel del 4T 2019. Las nuevas estimaciones consideran una mayor contribución de la demanda interna, vía consumo privado, y una menor contribución de la demanda externa, debido a una revisión al alza del crecimiento de las importaciones. Asimismo, se ha revisado al alza el ahorro de las familias, que en 2023 ascendió a 14.346 millones de euros, lo que situó la tasa de ahorro al cierre de 2023 en el 8%, 1,4 p. p. más que en la serie anterior. La tendencia de aumento de la tasa de ahorro se ha mantenido en el 1S 2024, elevándose al 9,8%, gracias a un notable aumento de la renta disponible nominal (+7,6% interanual), superior al avance del consumo privado nominal (4,6%).

En cuanto a la evolución reciente, los indicadores relativos al 3T siguen arrojando señales mixtas, con un perfil de menos a más a lo largo del trimestre. Los principales indicadores sintéticos sugieren una aceleración de la actividad en septiembre. De entre ellos, destacamos la recuperación del indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea, que en septiembre aumentó hasta los 104 puntos, 2,9 puntos más que en agosto, y la mejora del sentimiento de los consumidores y del resto de sectores de actividad, a excepción de la construcción.

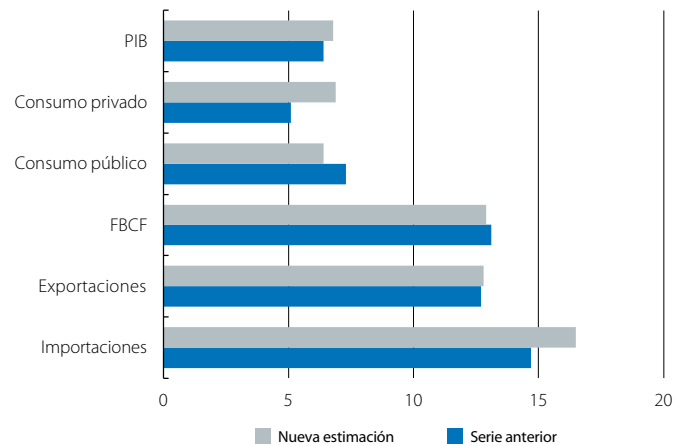
**La inflación vuelve a superar el 2% en septiembre.** La inflación general aumentó 2 décimas y se situó en el 2,1% debido al repunte de los componentes subyacentes, mientras que la de alimentos no elaborados y la de energía fueron más favorables (inflación interanual del 0,9% y -3,5%, respectivamente). Así, la subyacente sorprendió negativamente alzándose hasta el 2,8% (2,4% anterior). Esperamos que la inflación se mantenga por encima del 2% en el último trimestre del año, de forma que la inflación promedio en el año se sitúe en el 2,4%.

**El empleo pierde impulso** y en agosto se desaceleró hasta un ritmo interanual del 0,9%. No obstante, la tasa de desempleo volvió a reducirse en agosto, hasta el 6,4%. En este contexto, hemos revisado ligeramente a la baja nuestras expectativas para la tasa de desempleo, esperando ahora una estabilización en el 6,5% en 2024 (frente al 6,6% anterior), junto con una reducción al 6,4% el próximo año.

**Fuerte aumento de los precios de la vivienda.** En el 2T 2024, el índice de precios de la vivienda registró el mayor incremento trimestral de la serie, un 3,9%, muy superior a la dinámica de trimestres anteriores (+1,3% y +0,6% en el 4T 2023 y 1T 2024, respectivamente). El número de transacciones también se recuperó, con avance del 10,4% interanual, rompiendo un ciclo de siete trimestres de caída. En este contexto, hemos revisado nuestras previsiones y anticipamos ahora que los precios de la vivienda subirán una media del 6,8% en 2024.

### Portugal: PIB y componentes

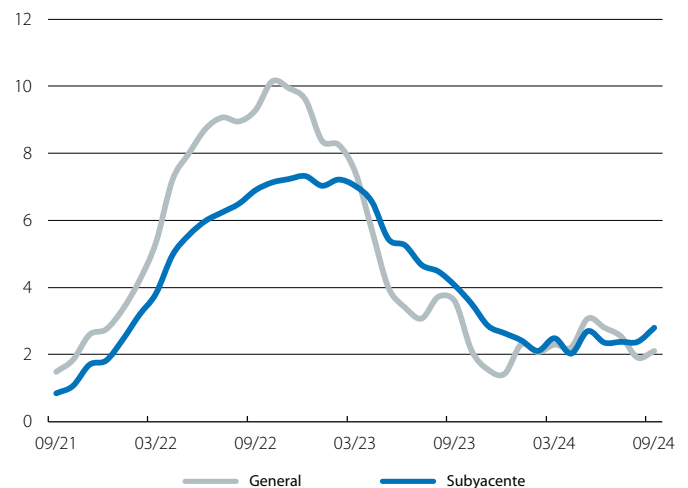
Crecimiento 2T 2024 vs. 4T 2019 (%)



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

### Portugal: inflación

Variación interanual (%)

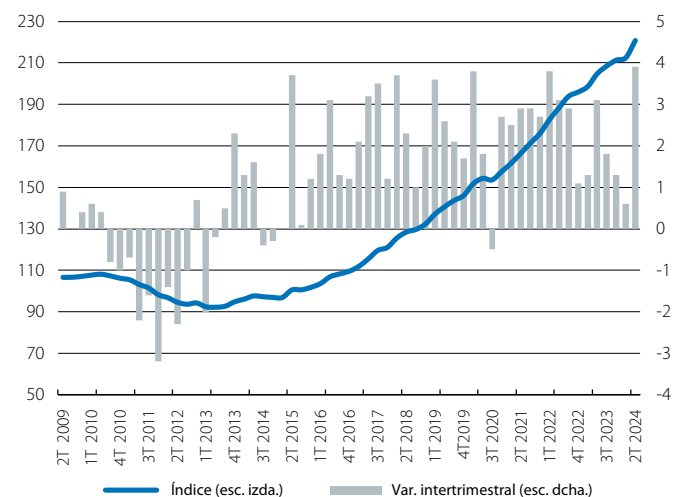


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal.

### Portugal: precios de la vivienda

Índice (100 = 2015)

Variación intertrimestral (%)



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



**Indicadores de actividad y empleo**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
Índice coincidente de actividad	5,7	3,3	2,6	2,0	1,4	...	1,1	0,9	...
<b>Industria</b>									
Índice de producción industrial	0,8	-3,1	-3,5	1,4	1,4	...	-3,9	-1,7	...
Indicador de confianza en la industria (valor)	-3,4	-7,4	-9,3	-7,9	-6,7	-6,2	-6,7	-6,5	-5,5
<b>Construcción</b>									
Permisos de construcción - vivienda nueva (número de viviendas)	6,2	7,5	4,9	-19,6	6,1	...	13,4	...	...
Compraventa de viviendas	1,3	-18,7	-11,4	-4,1	10,4	...	-	-	-
Precio de la vivienda (euro / m <sup>2</sup> - tasación)	13,8	9,1	6,4	5,5	6,8	...	7,4	8,2	...
<b>Servicios</b>									
Turistas extranjeros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	19,1	13,1	9,5	...	9,4	8,8	...
Indicador de confianza en los servicios (valor)	15,2	7,6	1,7	6,3	4,3	-0,4	-0,4	-1,6	0,8
<b>Consumo</b>									
Ventas comercio minorista	5,5	1,1	0,6	1,8	2,2	...	2,4	5,4	...
Indicador coincidente del consumo privado	3,9	2,4	2,2	1,7	1,5	...	1,6	1,7	...
Indicador de confianza de los consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-27,2	-24,6	-18,7	-14,3	-15,4	-14,3	-13,1
<b>Mercado de trabajo</b>									
Población ocupada	3,3	2,3	2,3	1,4	1,0	...	0,8	0,9	...
Tasa de paro (% de la población activa)	6,1	6,5	6,6	6,8	6,1	...	6,5	6,4	...
<b>PIB</b>	<b>7,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	...	-	-	-

**Precios**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
General	7,8	4,4	1,7	2,2	2,7	2,2	2,5	1,9	2,1
Subyacente	5,6	5,1	3,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,4	2,8

**Sector exterior**

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses en miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Comercio de bienes</b>									
Exportaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	-1,4	-5,5	-3,7	...	-0,8	...	...
Importaciones (variación interanual, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	-4,0	-7,3	-5,6	...	-3,7	...	...
<b>Saldo corriente</b>	<b>-2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	...	<b>6,3</b>	...	...
Bienes y servicios	-4,7	3,3	3,3	4,6	5,3	...	5,1	...	...
Rentas primarias y secundarias	1,9	0,4	0,4	0,5	0,6	...	1,1	...	...
<b>Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación</b>	<b>-0,5</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	...	<b>9,6</b>	...	...

**Crédito y depósitos de los sectores no financieros**

Porcentaje de variación sobre el mismo periodo del año anterior, salvo indicación expresa

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Depósitos <sup>1</sup></b>									
Depósitos de hogares y empresas	6,4	-2,3	-2,3	2,7	5,6	...	5,1	5,8	...
A la vista y ahorro	7,3	-14,8	-14,8	-11,2	-4,6	...	-5,2	-7,5	...
A plazo y preaviso	5,2	14,8	14,8	20,2	17,7	...	17,3	22,5	...
Depósitos de AA. PP.	12,4	-12,4	-12,4	9,1	4,5	...	15,0	10,2	...
<b>TOTAL</b>	<b>6,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>5,6</b>	...	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito <sup>1</sup></b>									
Sector privado	1,7	-1,5	-1,5	-0,8	-0,3	...	0,2	0,5	...
Empresas no financieras	-0,6	-2,1	-2,1	-1,7	-1,7	...	-1,0	-1,2	...
Hogares - viviendas	3,2	-1,5	-1,5	-0,8	0,0	...	0,2	0,9	...
Hogares - otras finalidades	2,9	0,2	0,2	2,0	2,7	...	3,3	3,7	...
Administraciones públicas	-2,7	-5,5	-5,5	5,9	-5,8	...	-2,3	-3,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	...	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	...
<b>Tasa de morosidad (%)<sup>2</sup></b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	...	-	-	-

Notas: 1. Residentes en Portugal. Las variables de crédito no incluyen titulaciones. 2. Dato fin del periodo.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE de Portugal, Banco de Portugal y Refinitiv.

A través de nuestros estudios, contribuimos a estimular el debate y el intercambio de opiniones entre todos los sectores de la sociedad, y favorecer la divulgación de los temas clave del entorno socioeconómico de nuestro tiempo. Tanto el *Informe Mensual* como el resto de publicaciones de CaixaBank Research están disponibles en: [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

## Te recomendamos:

# Economía en tiempo real

Sigue la evolución de la economía española  
a través de nuestros indicadores en tiempo real.

<https://realtimeeconomics.caixabankresearch.com>

Síguenos en:



[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)



@CABK\_Research



Newsletter



CaixaBank

El *Informe Mensual* es una publicación elaborada de manera conjunta por CaixaBank Research y BPI Research (UEEF) que contiene informaciones y opiniones procedentes de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank y BPI no se responsabilizan en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank y BPI y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa. Se permite la reproducción parcial del *Informe Mensual* siempre que se cite la fuente de forma adecuada y sea remitida una copia al editor.

© CaixaBank, S.A., 2024

© Banco BPI, 2024

Diseño y producción: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

Depósito Legal: B. 10511-1980 ISSN: 1134-1947

