

**El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.**

---

## **Las claves económicas del mes de Abril 2024**

### **Las dos caras de la economía española**

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

---

**El crecimiento del PIB global aguanta.** En los últimos trimestres, el crecimiento de la economía mundial se ha moderado ante la transmisión del endurecimiento monetario, las dificultades de China y la elevada incertidumbre por el tensionamiento de los conflictos geopolíticos. A pesar de ello, se estima que el PIB global ha logrado mantener un crecimiento algo por encima del 3%, cerca del promedio de las últimas décadas. La resistencia de los mercados laborales, la recuperación del comercio mundial de bienes, la bajada sostenida de la inflación y las próximas bajadas de tipos de interés deberían seguir apoyando el crecimiento económico a lo largo de 2024.

**La lista de riesgos no se reduce.** Los factores negativos siguen dominando el balance de riesgos que rodea a la actividad económica mundial. La principal fuente de riesgos procede de los conflictos en Ucrania y Palestina, que se están cronificando, y de las tensiones geopolíticas que los rodean. En el ámbito estrictamente económico, no se puede descartar que el impacto del endurecimiento monetario sea más elevado de lo esperado, y que el ajuste de las presiones inflacionistas acabe siendo más lento.

**La robustez de EE. UU. destaca entre las economías avanzadas.** La actividad económica de EE. UU. ha completado un sólido inicio de año, con una mejora de los principales índices de actividad y un mercado laboral que se mantiene muy robusto. La tasa de paro sigue en el 3,8% y en marzo se crearon 303.000 empleos. Así, los datos apuntan a un avance del PIB dinámico en el 1T 2024, alrededor del 0,6% intertrimestral. Por otro lado, el ajuste de la inflación está siendo algo más lento de lo esperado. En marzo repuntó del 3,2% al 3,5%. Todo ello ha hecho que se retrase el momento en el que la Fed empezará a reducir los tipos de interés. Así, la probabilidad de un recorte en junio ha pasado del 60% en las sesiones previas a la publicación del dato de inflación, a situarse en un mero 20%. Ahora todo apuna a que el primer incremento de tipos podría producirse en septiembre. Este cambio de expectativas generó un repunte significativo de las rentabilidades de la deuda soberana de EE.UU. en todos los tramos de la curva.

**La economía europea sigue débil.** El PIB de la eurozona lleva cinco trimestres avanzando y retrocediendo en el intervalo  $\pm 0,1\%$  intertrimestral y el conjunto de indicadores del 1T 2024 sugiere que la dinámica fue similar en el inicio de año. El consenso de analistas espera un crecimiento del PIB del 0,1% intetrimetral. Con todo, cabe resaltar la reciente recuperación de los principales indicadores de actividad, el mantenimiento de un mercado laboral robusto y la moderación de las presiones inflacionistas. La inflación general descendió hasta el 2,4% en marzo y la núcleo se situó en el 2,9% (por debajo del 3% por primera vez desde febrero de 2022). En este contexto, todo apunta a que el BCE empezará a reducir los tipos de interés el próximo mes de junio, de manera que a finales de año el tipo de referencia podría situarse entre el 3,00% y el 3,25% (4,00% actualmente).

**Entre los emergentes destaca el dinamismo de la India.** La India cerró 2023 acelerando el ritmo de crecimiento hasta el 8,4% interanual, claramente por encima de lo previsto y espoleando una mejora de las perspectivas de crecimiento para 2024 por parte del consenso de analistas. En China, los últimos indicadores dibujan una actividad económica algo más dinámica que al cierre de 2023, gracias a la industria y el arrastre de las exportaciones y la inversión. Con todo, el consumo interno sigue apático y la crisis del sector inmobiliario tiene visos de continuidad, con lo que el consenso de analistas

prevé para 2024 un crecimiento del PIB menor al de 2023 y también algo inferior al objetivo del 5% anunciado por las autoridades.

**La economía española podría seguir sorprendiendo en positivo.** En un contexto económico y geopolítico adverso, que afectó negativamente a muchas economías, el crecimiento del PIB de España cerró 2023 muy por encima de lo esperado y superando al de la mayoría de los países desarrollados, y hoy ya se sitúa un 2,9% por encima del registro de 2019, en consonancia con el conjunto de la eurozona. Un desempeño remarcable que se ha ido subrayando en estas páginas los últimos meses.

**2024 comenzó con el augurio de que el crecimiento de la economía se desaceleraría a principios de año,** ganando tracción poco a poco, especialmente durante el segundo semestre. El fin de las presiones inflacionistas y la esperada reducción de los tipos de interés deberían facilitararlo. Sin embargo, las sorpresas positivas no cesan. Los indicadores de actividad no dan síntomas de flaqueza y el mercado laboral tampoco, más bien lo contrario. En el 1T 2024, el número de afiliados a la Seguridad Social creció un 0,7% intertrimestral, casi el doble de lo que creció en el último tramo del año pasado. De hecho, el ritmo de creación de empleo es el mismo que se registró en el 1T 2023. Entonces el PIB creció un 0,5% intertrimestral; para el 1T 2024, el escenario de previsiones de CaixaBank Research contempla un avance del 0,3%, así que los riesgos se sitúan ligeramente al alza.

Más allá de los datos de crecimiento agregado y de la lectura de los indicadores de corto plazo, **cabe seguir recordando que la calidad del crecimiento es tanto o más importante que la cantidad.** En este ámbito el mensaje es menos positivo. Una manera sencilla de ilustrarlo es observando la evolución del PIB per cápita. En 2014, cuando España empezó a recuperarse de la crisis financiera e inmobiliaria, el PIB per cápita se encontraba 17 p. p. por debajo del de la eurozona. Esta distancia apenas se recortó los años siguientes y, en 2020, cuando estalló la pandemia, la distancia aumentó de forma súbita y pronunciada hasta los 22 p. p. Desde entonces se ha ido reduciendo, pero todavía se encuentra lejos, 15 p. p. por debajo concretamente.

El crecimiento de la economía española está siendo acompañado de un notable aumento de la población, algo que ayuda a que la actividad crezca a nivel agregado. Pero si ello no va de la mano de un aumento de la productividad, es difícil que el PIB per cápita español se acerque al europeo. Más importante aún, es difícil que la población perciba mejoras en el bienestar.

**La capacidad de crecimiento de la economía española a medio y largo plazo no invita al optimismo.** En materia de innovación, uno de los factores clave para mejorar las perspectivas a medio plazo, la economía española se encuentra claramente por debajo sus socios europeos, y la distancia apenas se ha reducido en los últimos años. La educación y el reducido tamaño empresarial aparecen como algunos de los elementos clave en los que mejorar.

**El crecimiento de la economía española podría perder fuelle los próximos años.** Según estimaciones de CaixaBank Research, el crecimiento potencial del PIB a medio plazo se emplaza alrededor del 1,3%, en línea con las estimaciones de otras instituciones de referencia. Este es un ritmo de avance inferior al de los últimos años, la tasa de crecimiento promedio entre los años 2000 y 2023 es del 1,7%. De todas formas, el crecimiento podría aumentar si se hacen reformas en algunos varios ámbitos. Por ejemplo, si se consigue reducir la tasa de paro estructural para que se pueda seguir generando empleo en los próximos años, y se recupera la inversión, muy débil desde hace tiempo, el crecimiento podría mantenerse cerca del de las últimas décadas o incluso superarlo. Son las dos caras de la economía española.

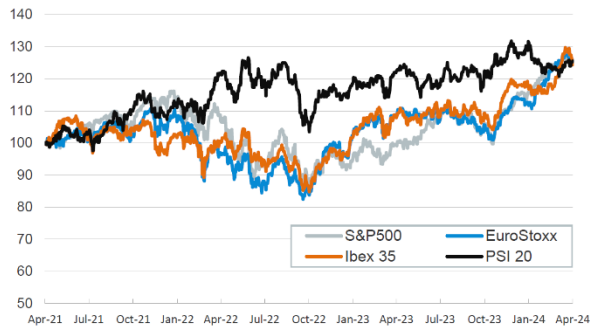
Oriol Aspachs  
Abril de 2024

Con la colaboración de:



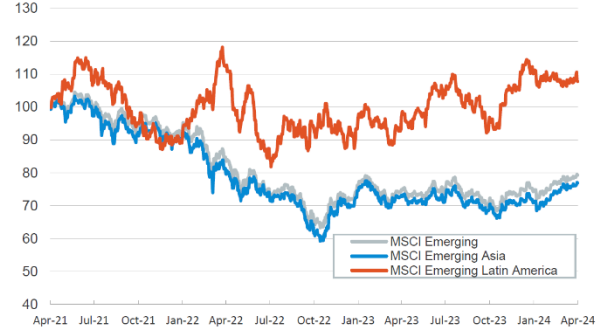
### Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



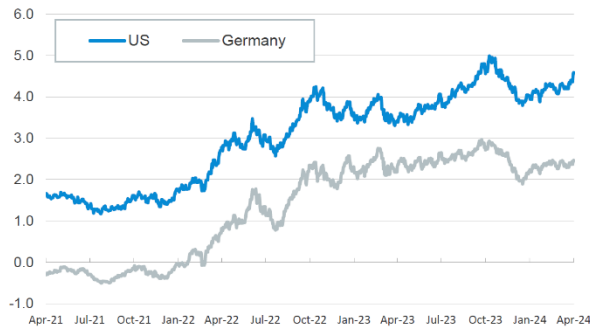
### Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



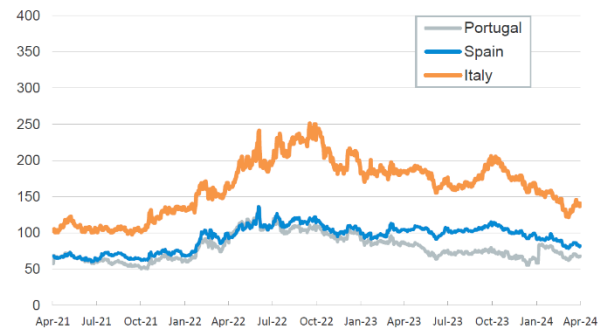
### Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



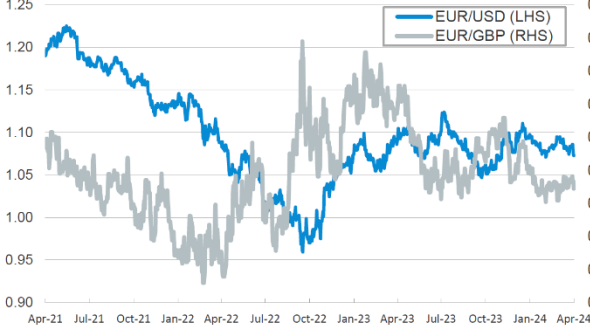
### Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



### Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



### Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



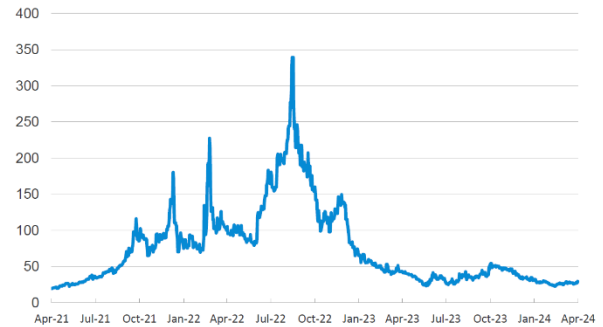
### Brent oil price

(US\$/barrel)

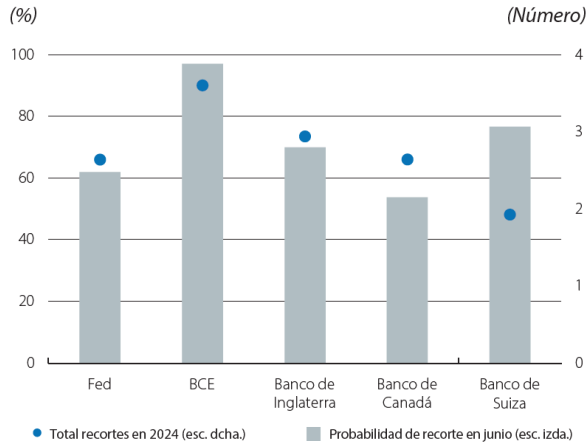


### Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)

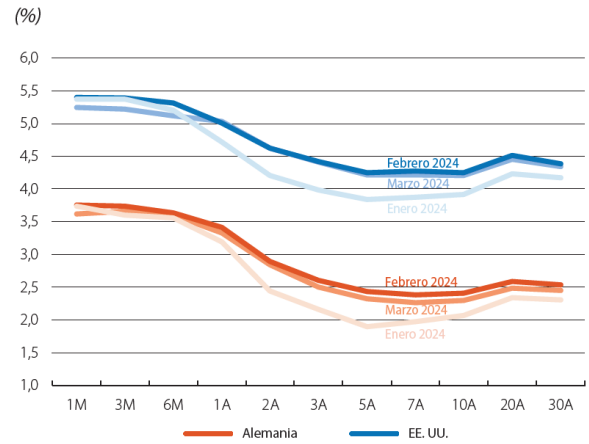


### Expectativas sobre política monetaria



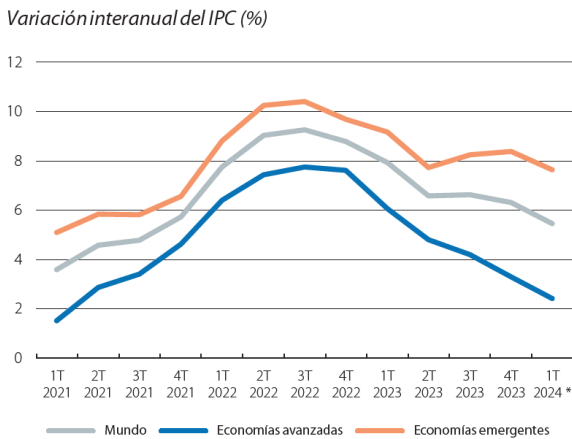
**Nota:** Forwards sobre curvas OIS al 01/04/2024.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Curvas de rendimiento soberanas



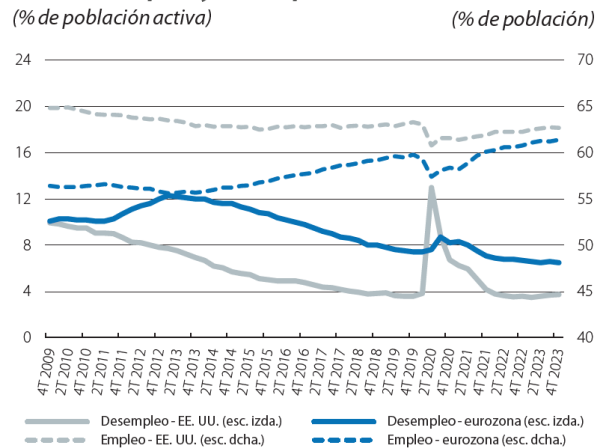
**Nota:** Curvas a fecha de fin de cada mes.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

### Global: inflación



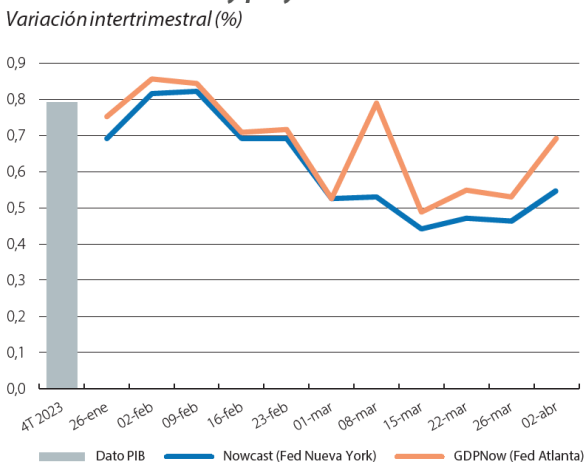
**Nota:** \* Para el 1T 2024, estimación con datos hasta febrero de 2024.  
**Fuente:** CaixaBank Research.

### Tasas de empleo y desempleo



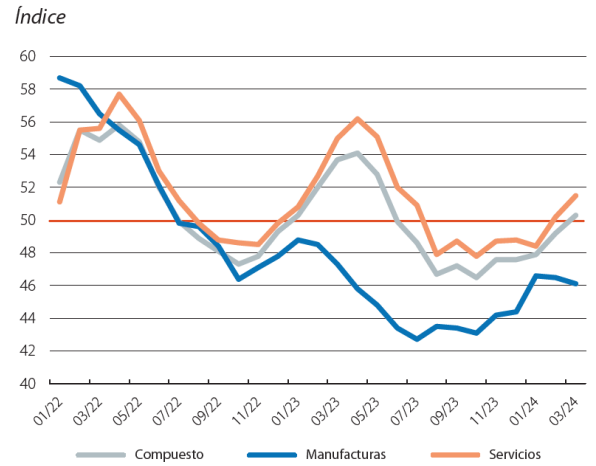
**Nota:** Población de 16 años o más.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Bureau of Labor Statistics y de Eurostat.

### EE. UU.: PIB 4T 2023 y proyecciones 1T 2024



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

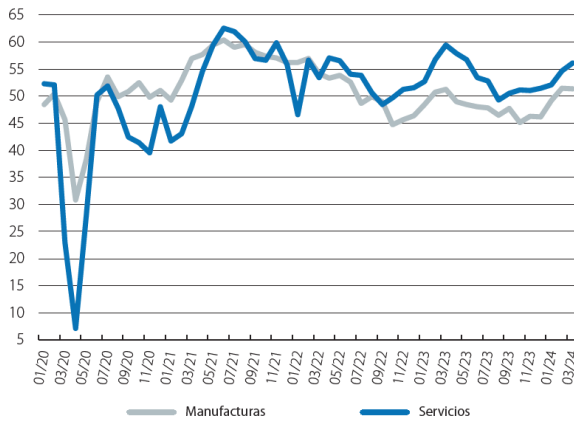
### Eurozona: PMI



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

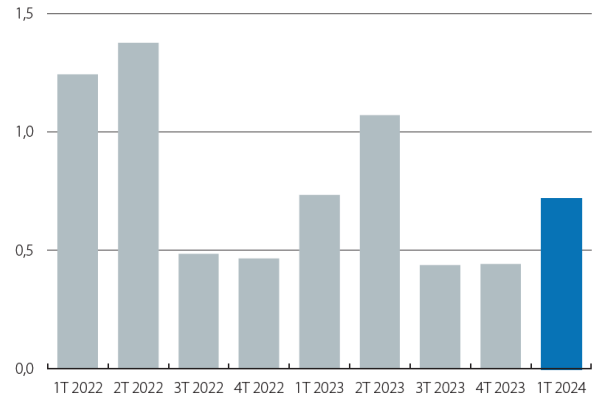


### España: PMI Nivel



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

### España: afiliados a la Seguridad Social Variación intertrimestral (%)

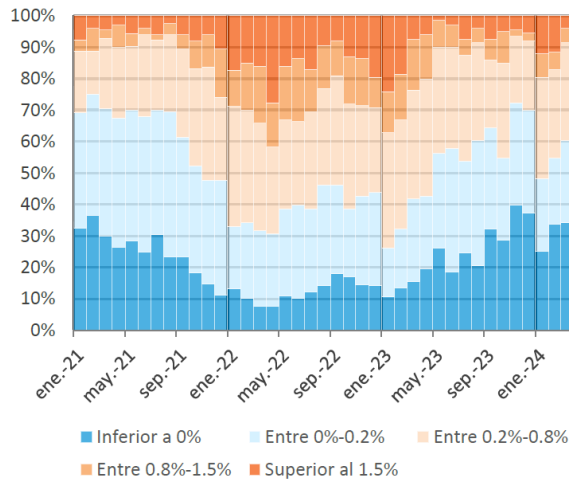


Nota: Serie desestacionalizada de afiliados que no están en ERTE.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MISSM.

## El semáforo de la inflación: tasa intermensual corregida de estacionalidad de las subclases del IPC a impuestos constantes

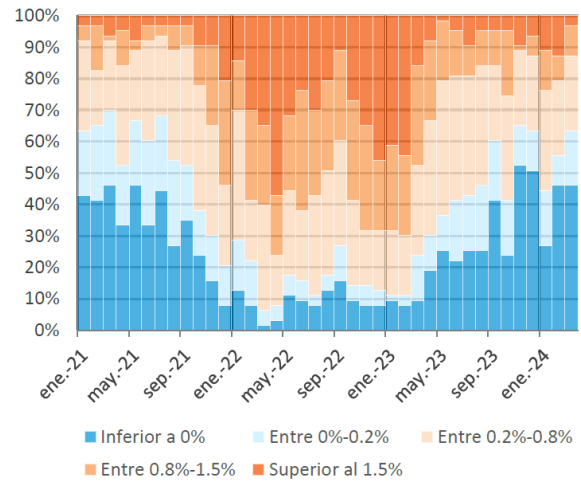
### Total cesta IPC

(% de las 199 subclases de la cesta del IPC)



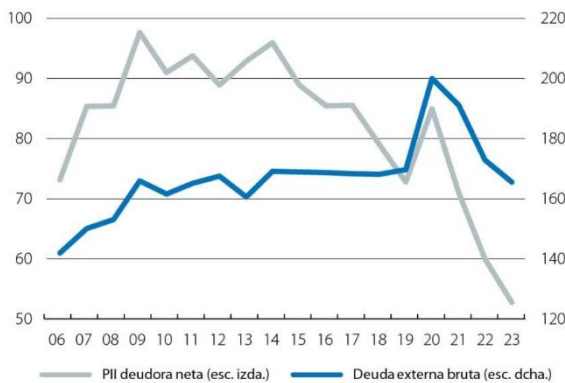
### Cesta de alimentos del IPC

(% de las 63 subclases de alimentos de la cesta del IPC)



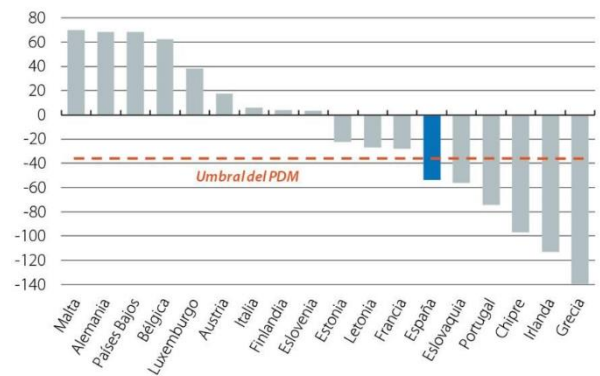
Notas: Datos de IPC a impuestos constantes.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: PII deudora neta y deuda externa bruta (% sobre el PIB)



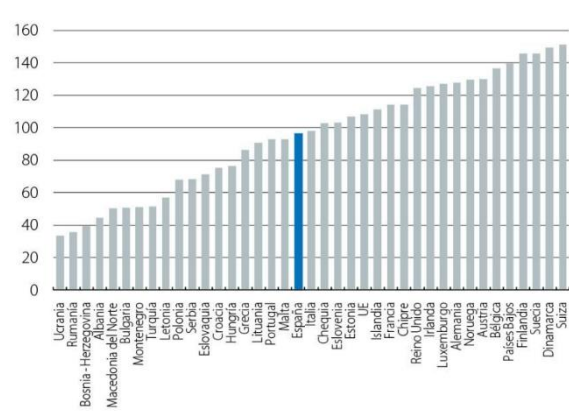
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

### Eurozona: PII neta (% del PIB)



Nota: Datos del 3T 2023.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

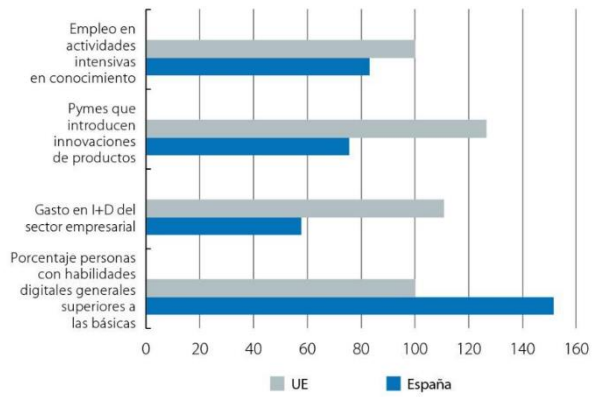
### Índice de innovación 2023: comparativa europea



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

### Subpilares índice innovación: comparativa España vs. UE

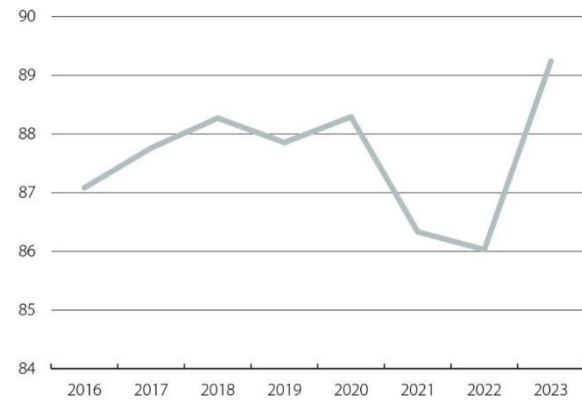
Ratio entre España y UE (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

### Comparativa índice de innovación España vs. UE

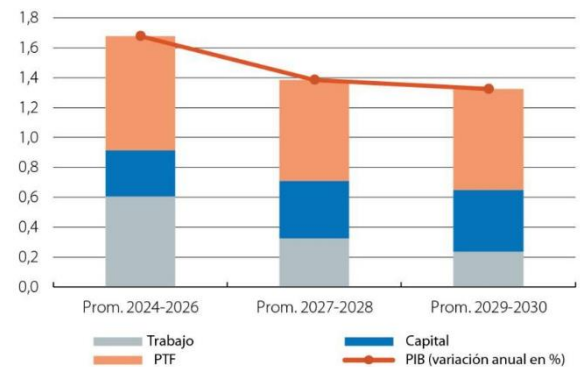
Ratio entre España y UE (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Comisión Europea.

### España: crecimiento potencial del PIB, contribuciones

(p. p.)



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