

**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 Septiembre 2024**

### **Estamos donde lo dejamos**

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

---

**Dana financiera a principios de agosto.** Todo comenzó el 31 de julio, cuando el Banco de Japón anunció inesperadamente la subida del tipo de interés de referencia del 0,10% al 0,25%. La sorpresa provocó una apreciación del yen en pocos días que desencadenó una fuerte caída en la bolsa japonesa e impulsó el cierre de posiciones de *carry trade*, lo que exacerbó la volatilidad en los mercados financieros. A los dos días de la decisión del BoJ, se publicaron unos datos de empleo de julio en EE. UU. algo peores de lo esperado, que dispararon las alarmas de una posible recesión e intensificaron el nerviosismo. Lo que empezó con una caída en la bolsa japonesa acabó en una venta masiva de acciones a nivel global. El índice bursátil japonés Nikkei 225 tuvo su peor día en casi 40 años, cayendo un 12,5%, el S&P 500 vivió su mayor caída desde noviembre de 2022 y las bolsas desarrolladas retrocedieron un 8% respecto a julio. El dólar perdió hasta un 3% de su valor, mientras que el yen se fortaleció hasta un 6%. El índice VIX de volatilidad alcanzó niveles no vistos desde la pandemia, exacerbado además por la escasa liquidez típica de verano. Por su parte, los mercados monetarios aumentaron su expectativa de recortes de tipos de la Fed. Desde entonces, la calma ha regresado

gradualmente a los mercados, sostenida por los últimos datos de actividad e inflación, que dibujan un escenario de suave desaceleración con inflaciones casi bajo control. Así, la mayoría de los índices bursátiles acabaron el mes de agosto con ganancias de más del 1%, salvo el Nikkei 225, que, aunque logró recuperar gran parte de las caídas de inicios de mes, cerró ligeramente en rojo. En la eurozona, el IBEX 35 destacó positivamente, impulsado por el sector consumo.

**La economía global sigue avanzando a distintas velocidades en el 2T.** EE. UU. sorprendió al crecer un 0,7% intertrimestral (*vs.* un 0,4% en el 1T), lo que probablemente conllevará una revisión al alza de las previsiones de crecimiento de la mayoría de analistas los próximos meses. El Reino Unido y Japón también crecen a ritmos bastante elevados, del 0,6% y 0,8%, respectivamente. Por su parte, la eurozona sitúa su crecimiento intertrimestral en el 0,2%, tras el 0,3% del 1T. Por países, Alemania decepcionó al retroceder un 0,1% mientras Francia e Italia crecieron ligeramente por encima de lo esperado (ambos un 0,2%), al tiempo que España destaca positivamente al repetir el robusto 0,8% del 1T. Por último, China defraudó al crecer un 0,7%, mínimo en dos años. En el 3T, parece poco probable que el crecimiento de las principales economías pueda acelerarse respecto a lo alcanzado en el 2T.

**¿A qué velocidad reducirá los tipos de interés la Fed?** Tras iniciar el ciclo de bajadas en setiembre, el debate se centra en la velocidad a la que seguirá reduciendo los tipos de interés. Los últimos datos confirman que la inflación converge hacia el objetivo del 2%, a la vez que el mercado laboral se enfría paulatinamente pero no colapsa. Los temores a una recesión se apoderaron de los mercados financieros a principios de agosto debido a la señal de alerta que mandó la llamada regla de Sahm. Esta dice que cuando la tasa de desempleo promedio de los últimos 3 meses supera en 0,5 p. p. el mínimo marcado en los últimos 12 meses, es muy probable que la economía estadounidense entre en recesión. Pero los datos de agosto acabaron matizando las señales de alarma. La generación de empleo ascendió a 142.000 nuevos puestos y la tasa de paro cedió 0,1 p. p., hasta el 4,2%. Lo que sí resulta evidente es que en los últimos meses la creación de empleo se está ralentizando. En este contexto, los mercados financieros anticipan 100 p. b. de bajadas entre setiembre y diciembre de este año.

**El BCE sigue el guion previsto, baja tipos en septiembre y confía en que la inflación se normalizará próximamente.** El BCE rebajó los tipos de interés en 25 p. b. en septiembre gracias a la moderación de las presiones inflacionistas y de los costes salariales. Los últimos datos publicados han salido en línea con lo esperado, lo que da confianza a la máxima autoridad monetaria de que próximamente la inflación alcanzará el objetivo del 2%. Todo ello permitió que, a diferencia de la reunión de junio, esta vez la decisión de bajar los tipos fuera unánime en el Consejo de Gobierno.

**La economía española sigue creciendo más de lo esperado.** En 2023 creció un 2,5% y durante los primeros compases de este año ha mantenido un ritmo de avance igualmente vigoroso. A finales de julio, el INE publicó la tasa de crecimiento del PIB del 2T y la situó en el 0,8% intertrimestral, el mismo ritmo de avance que en el 1T, y algo por encima de lo esperado por CaixaBank Research, que contemplaba un crecimiento del 0,5%. Además, la composición del crecimiento también fue favorable: tanto la aportación de la demanda interna como la externa fue positiva, con mención especial a las exportaciones de bienes que, tras unos trimestres algo débiles, anotaron un avance del 1,3%. En términos sectoriales, destaca el dinamismo de la industria manufacturera, con un crecimiento del 1,1%, y de las actividades relacionadas con el turismo.

El punto de partida es algo mejor de lo que se esperaba antes de la pausa veraniega y ello obligará a revisar ligeramente al alza la previsión de crecimiento del PIB para este año. Actualmente, el escenario de CaixaBank Research prevé un avance del 2,4% para 2024, y los últimos datos apuntan a que se situará por encima del 2,5%. Por ejemplo, la incorporación del dato del 2T, manteniendo sin cambios el crecimiento previsto para el segundo semestre del año, llevaría el crecimiento de 2024 hasta el 2,7%. Más allá de esta revisión, las tendencias de fondo no han cambiado y siguen apuntando a una moderada desaceleración para los próximos años, con un crecimiento que podría situarse ligeramente por encima del 2%.

Por un lado, es de esperar que la demanda externa vaya perdiendo empuje. La eurozona mantiene un ritmo de avance muy modesto, 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 es normal que vaya moderando

el ritmo de crecimiento. Los indicadores de julio siguen mostrando un avance notable (el gasto de los turistas internacionales creció un 12,1% respecto a julio del año pasado), pero es un ritmo inferior al que presentaban a principios de año, con un crecimiento del 27,6% en el conjunto del 1T.

En cambio, la demanda interna podría acelerar el paso, especialmente el consumo de los hogares y la inversión, y compensar parcialmente el menor empuje de la demanda externa. Tres factores deberían ayudar en este sentido. En primer lugar, la finalización del ciclo inflacionista. En el mes de agosto, la inflación descendió hasta el 2,3% y nada sugiere que vaya a volver a aumentar hasta cotas como las observadas hace unos trimestres. En los próximos meses podemos observar repuntes que nos devuelvan cerca del 3%, dado el nivel al que aún están subiendo los precios de los alimentos o los servicios, pero en general los hogares deberían seguir recuperando el poder adquisitivo perdido.

La reducción de la inflación permitirá que el BCE siga recortando los tipos de interés. Este es el segundo elemento que debería favorecer un mayor crecimiento del consumo y de la inversión en los próximos trimestres y, especialmente, en 2025 y 2026. Las expectativas de tipos de interés implícitas en las cotizaciones de los mercados monetarios descuentan que el BCE reducirá el tipo de referencia en más de 1 p. p. hasta diciembre de 2025, y que el euríbor a 12 meses, actualmente en el 3%, podría llegar a situarse ligeramente por debajo del 2,5%. Finalmente, la posición financiera de las familias y las empresas, con niveles de deuda saneados e inferiores a los del conjunto de la eurozona, también debería favorecer una reactivación del consumo y de la inversión.

Los principales riesgos que rodean el escenario de previsiones de la economía española siguen siendo externos. Las elecciones presidenciales en EE. UU. son, sin duda, el próximo hito en el camino, por sus implicaciones en la geopolítica internacional y también en materia arancelaria. La desaceleración de la economía china y la capacidad que tendrá para seguir ajustando su sector inmobiliario de manera gradual y ordenada también es otro aspecto clave a seguir. Además, la evolución de los distintos conflictos armados, y las tensiones geopolíticas que los rodean, serán determinantes.

Afortunadamente, estamos donde lo dejamos o incluso algo mejor, pero, desafortunadamente, los riesgos que envuelven la economía española aún siguen ahí.

Oriol Aspachs

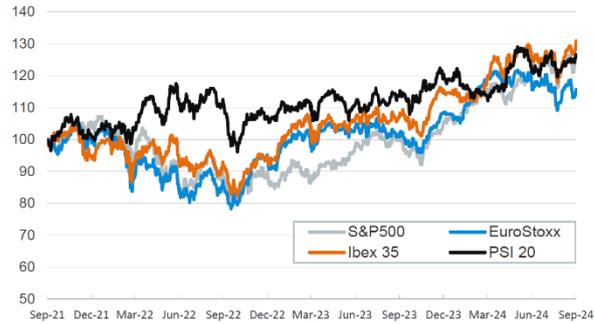
Septiembre de 2024

Con la colaboración de:



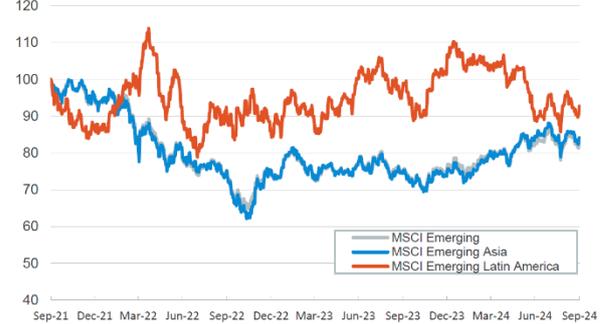
### Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



### Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



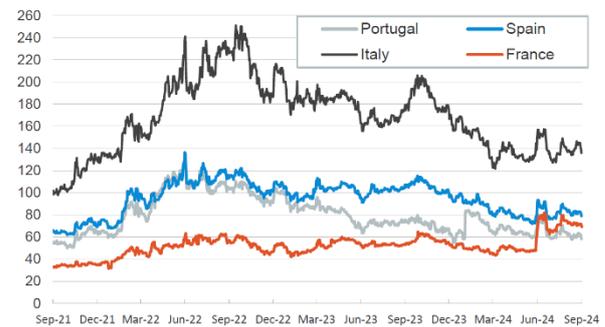
### Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



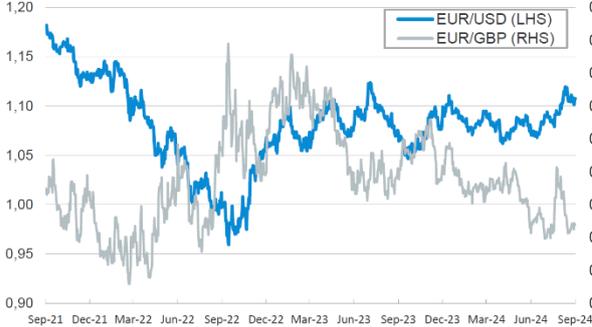
### Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(basis points)



### Exchange rate: Advanced-economy currencies

(Dollars per euro)



### Exchange rate: Emerging economies Index

Index (100=Three years ago)



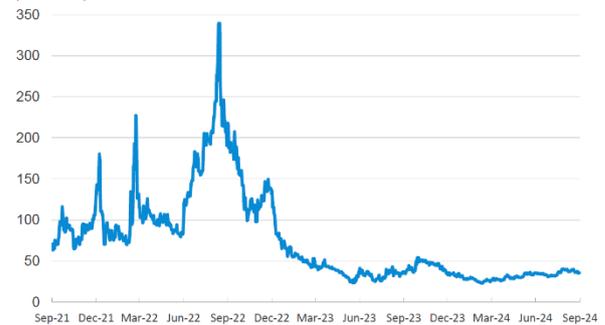
### Brent oil price

(US\$/barrel)



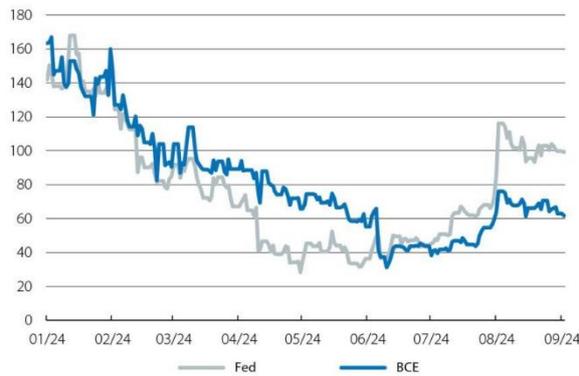
### Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



### Recortes de tipos de interés esperados hasta diciembre de 2024

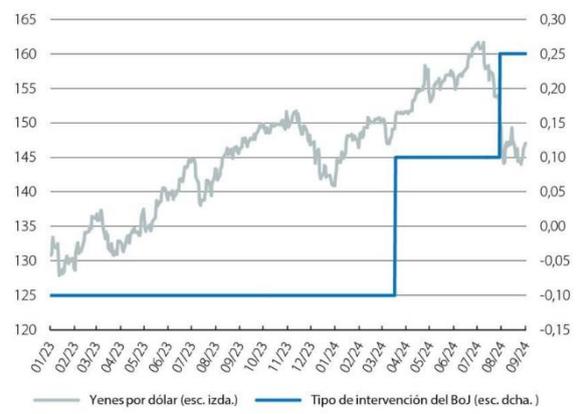
(p.b.)



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

### Japón: tipo de interés oficial y tipo de cambio

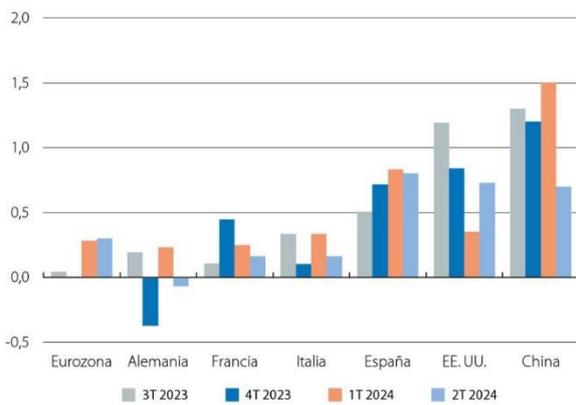
(Yen por dólar)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg y del Banco de Japón.

### Global: PIB

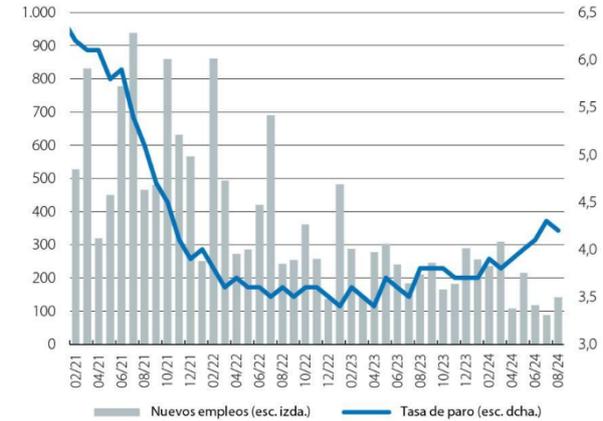
Variación intertrimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat, del Bureau of Economic Analysis y de la Oficina de Estadística china.

### EE. UU.: mercado de trabajo

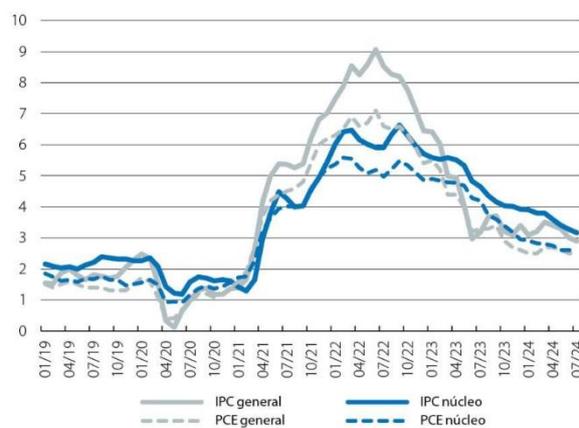
(Miles de personas)



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

### EE. UU.: medidas de inflación

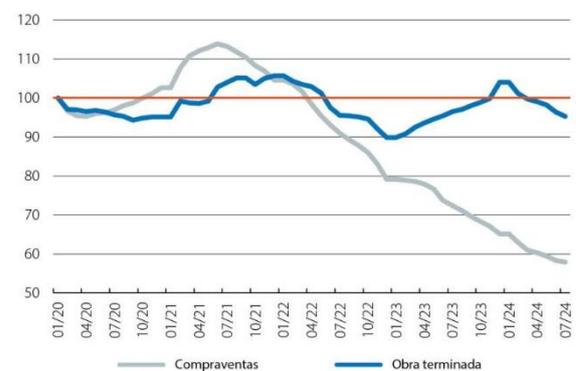
Variación interanual (%)



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

### China: indicadores del sector residencial \*

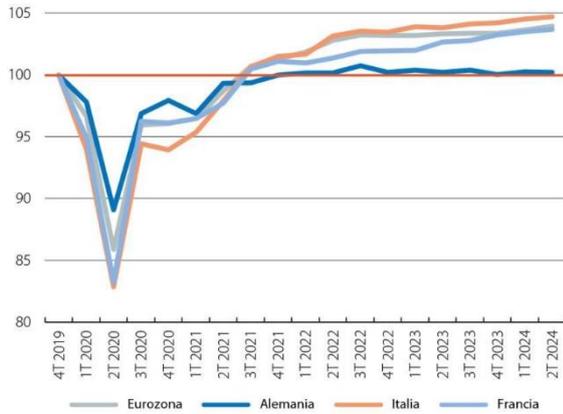
Índice (100 = enero 2020)



**Nota:** \* Los datos se refieren a superficies totales (en millones de m<sup>2</sup>) construidas y vendidas, y se utilizan promedios de 12 meses (excluyendo los meses de enero y febrero de cada año).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Oficina Nacional de Estadística china.

**Eurozona: PIB real**  
Índice (100 = 4T 2019)



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

**Eurozona: inflación**  
Variación interanual (%)



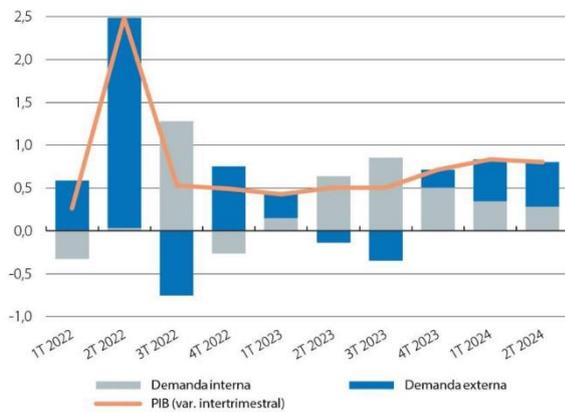
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

## Previsiones económicas del Banco Central Europeo

	Septiembre de 2024				Variación respecto a junio de 2024			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
<b>PIB</b>								
Var. anual (%)	0,5	0,8	1,3	1,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>Inflación general</b>								
Var. anual (%)	5,4	2,5	2,2	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Inflación subyacente</b>								
Var. anual (%)	4,9	2,9	2,3	2,0	0,0	0,1	0,1	0,0
<b>Paro</b>								
(% población activa)	6,5	6,5	6,5	6,5	0,0	0,0	0,0	0,2

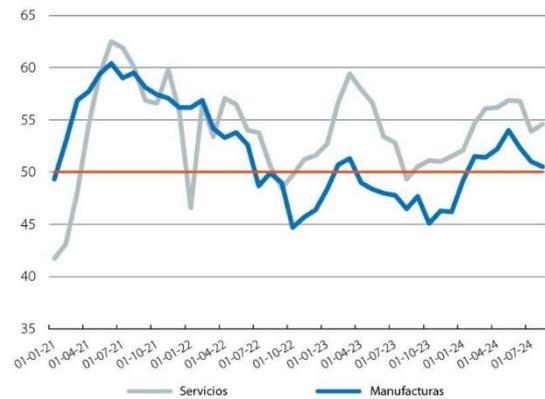
Fuente: CaixaBank Research, a partir de las previsiones del BCE.

**España: contribución al crecimiento del PIB**  
P.p. y variación intertrimestral (%)



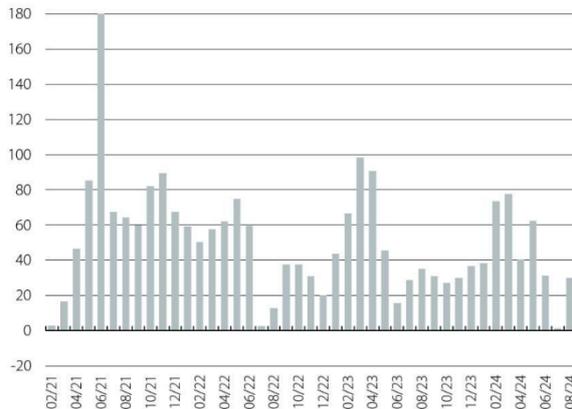
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: PMI**  
Nivel



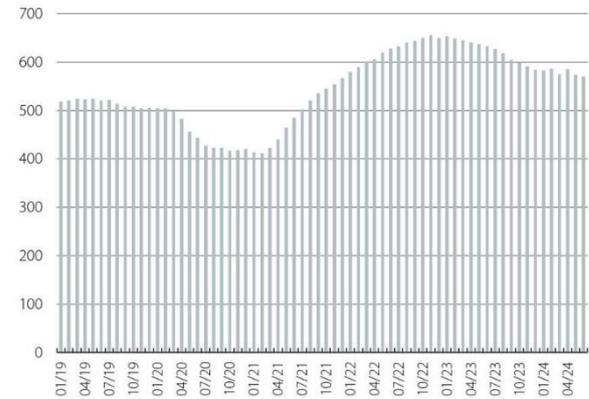
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global.

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



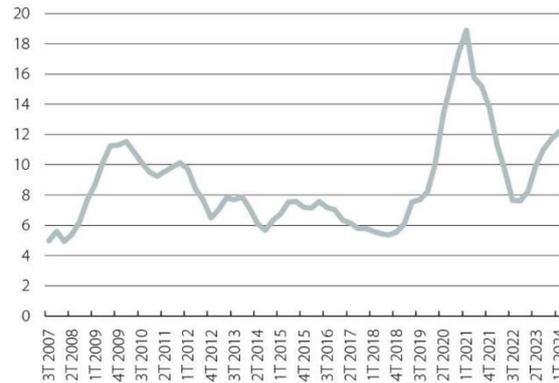
**Nota:** \* Datos desestacionalizados.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del MSSM.

### España: compraventas de vivienda (Miles) \*



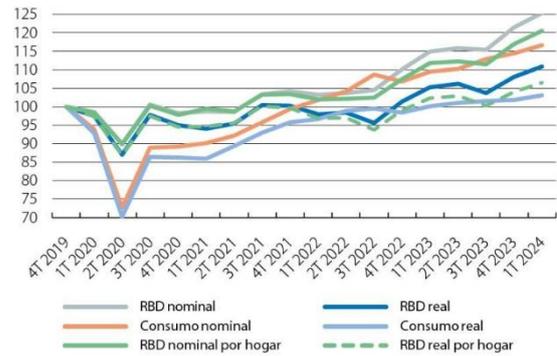
**Nota:** \* Acumulado de 12 meses.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: tasa de ahorro de los hogares (% de la renta disponible bruta)



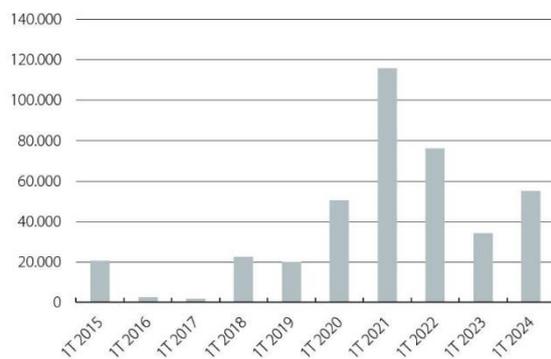
**Nota:** Acumulado en 4 trimestres.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: renta bruta disponible y consumo de los hogares (100 = 4T 2019)



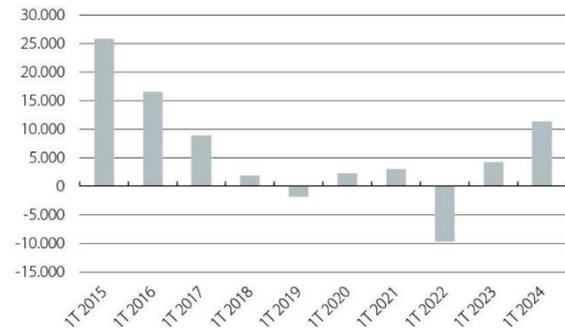
**Nota:** Datos desestacionalizados.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: adquisición neta de activos financieros de los hogares (Millones de euros) \*



**Nota:** \* Acumulado de 4 trimestres.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.

### España: amortización neta de préstamos bancarios de los hogares \* (Millones de euros) \*



**Nota:** \* Acumulado de 4 trimestres.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del Banco de España.