

**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 Octubre de 2024**

### **Las cinco claves del dinamismo económico en España**

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

---

**EE. UU., Eurozona y China – Robustez, Atonía y Desaceleración.** El panorama económico global presenta contrastes marcados entre las principales economías. **En EE. UU., el crecimiento del PIB es robusto**, con un avance del 0,7% intertrimestral en el segundo trimestre de 2024, impulsado por un mercado laboral sólido y un consumo privado resiliente. Los últimos indicadores de actividad muestran que el dinamismo persiste en el 3T y el crecimiento podría situarse en cotas similares a las del 2T. De todas formas, las previsiones para 2025 siguen apuntando a una moderación del ritmo de avance, que podría situarse alrededor del 1,9% en el conjunto del año.

**Atonía en la eurozona.** Los indicadores de actividad sugieren que la actividad del conjunto de la eurozona ha ido de más a menos los últimos meses. En este contexto, CaixaBank Research ha revisado las previsiones a la baja, con un crecimiento esperado del 0,7% en 2024 y del 1,3% en 2025. No obstante, el menor vigor del conjunto de la eurozona enmascara situaciones muy diversas. A un lado, destacan las dificultades de Alemania, que sigue mostrando una debilidad más persistente de lo esperado. Los indicadores de actividad económica se mantienen en declive, especialmente los referentes

al sector industrial. En cambio, la periferia mantiene un mejor tono, especialmente la economía española. En medio, se sitúan las otras dos grandes economías, Francia e Italia, con unos indicadores de actividad que no presentan grandes cambios, ni grandes alegrías, 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).

**China aprueba nuevas medidas de impulso, pero 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 indicadores de actividad volvieron a perder dinamismo y se situaron por debajo de los registros del primer semestre. En este contexto, las autoridades anunciaron un nuevo paquete de medidas per estimular la actividad económica, con una combinación de medidas de relajación monetaria y apoyo al sector inmobiliario a las que, a falta de anuncio oficial, todo apunta que se le sumará un paquete de estímulo fiscal.

**Ajuste a la baja de las expectativas de tipos. La inflación sigue mostrando signos de moderación.** En EE.UU., la inflación del PCE, referencia de la Fed, bajó al 2,2% en agosto, mientras que el índice núcleo (que excluye energía y alimentos) se mantiene por debajo del 3% desde febrero. En la eurozona, la inflación general descendió hasta el 1,8% en septiembre, y se situó por debajo del objetivo del 2% del BCE por primera vez desde junio de 2021. Sin embargo, la inflación subyacente, aunque en descenso, sigue mostrando presiones en los servicios, y se mantiene en torno al 4%.

Ante las menores presiones inflacionistas, tanto la Reserva Federal como el Banco Central Europeo han ajustado su política monetaria. La Fed realizó su primer recorte de tipos en septiembre, reduciéndolos en 50 puntos básicos. Con la inflación más controlada, ahora centra más su atención en la evolución del mercado laboral. Por su parte, el BCE también recortó los tipos en septiembre, con una reducción de 25 puntos básicos, dejando el tipo de referencia en el 3,50%.

Todo ello ha influido en las expectativas de tipos de interés implícitas en las cotizaciones de los activos financieros. En EE.UU., los inversores ahora anticipan que los tipos de interés podrían situarse en el 2,75% a finales de 2025. En la eurozona, se espera que el tipo de referencia del BCE alcance el 1,75% en septiembre de 2025, también por debajo de las expectativas anteriores. Esta revisión a la baja en las expectativas de tipos refleja la

confianza en que la inflación seguirá moderándose, permitiendo a los bancos centrales mantener políticas más acomodaticias para apoyar el crecimiento económico.

### **Impacto económico de las elecciones en EE. UU. y del conflicto en Oriente**

**Próximo.** Las elecciones presidenciales de noviembre de 2024 en EE.UU. tienen importantes implicaciones económicas, dado el contraste entre las políticas de los candidatos. La contienda entre Kamala Harris y Donald Trump presenta dos visiones económicas divergentes. Harris propone un aumento del gasto social y en infraestructuras, mientras que Trump aboga por recortes de impuestos y mayores barreras comerciales. Así, independientemente del resultado, probablemente la política fiscal mantendrá un tono expansivo, lo que podría aumentar las necesidades de financiación del Tesoro y presionar al alza los tipos de interés globales. En el ámbito comercial, el aumento de aranceles que se produciría con una victoria de Trump podría tener repercusiones significativas para el comercio global y las cadenas de suministro. En cambio, Harris mantendría una política comercial más continuista. La política migratoria también es un punto de divergencia relevante, con Trump proponiendo un endurecimiento de los controles, lo que podría afectar la oferta laboral.

**Los precios de la energía aguantan la incertidumbre geopolítica.** Tras el recrudecimiento de tensiones en Oriente Medio, el Brent cotiza por debajo, pero cerca, de los \$80 y los futuros apuntan a un precio promedio de unos \$75 en 2025 (aproximadamente lo cotizado a finales de julio). Esta contención se apoya en las perspectivas de sobreoferta (mayor producción no OPEP y expectativas de más producción OPEP lideradas por Arabia Saudí) y un impacto limitado del conflicto (el potencial disruptivo a través del estrecho de Ormuz es elevado, pero la cuota productora mundial de Irán no llega al 5% y distintos países tienen alta capacidad productiva ociosa). Con todo, la incertidumbre geopolítica es elevada.

**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.

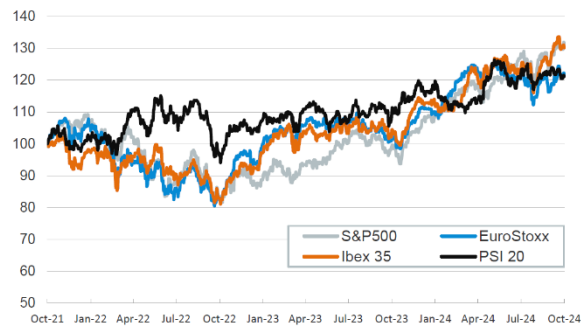
Oriol Aspachs  
Octubre de 2024

Con la colaboración de:



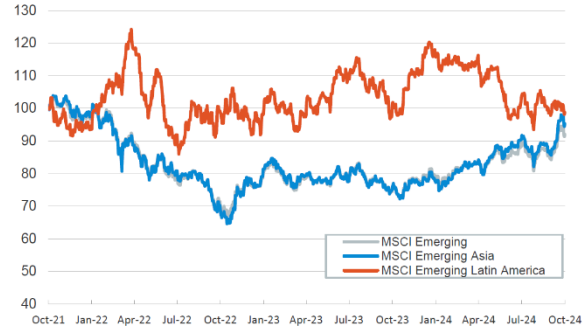
### Main advanced stock markets

Index (100=Three years ago)



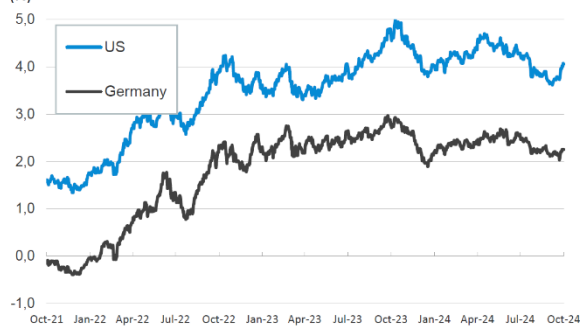
### Emerging economies stock markets

Index (100=Three years ago)



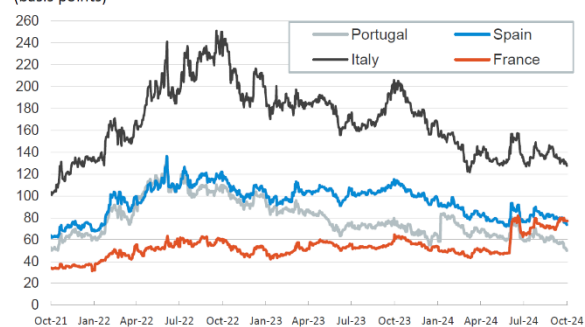
### Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany

(%)



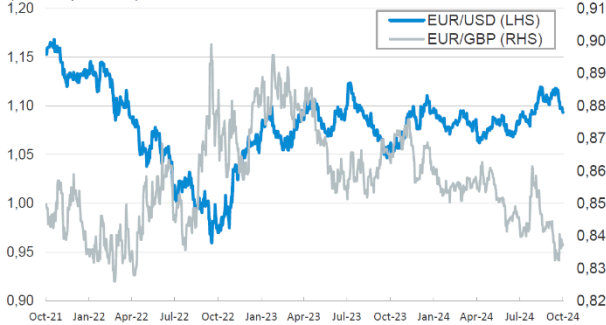
### Risk Premium on 10-year debt: France, Italy, Spain, and Portugal

(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)



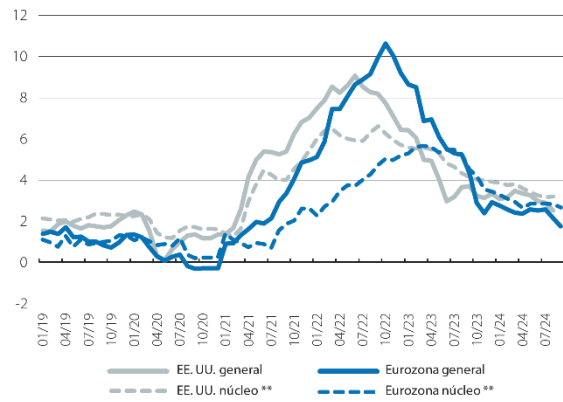
### Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



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

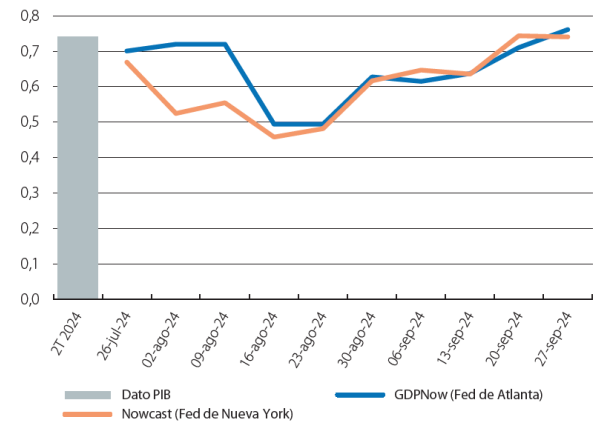
Variación interanual (%)



Notas: \* IPC 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

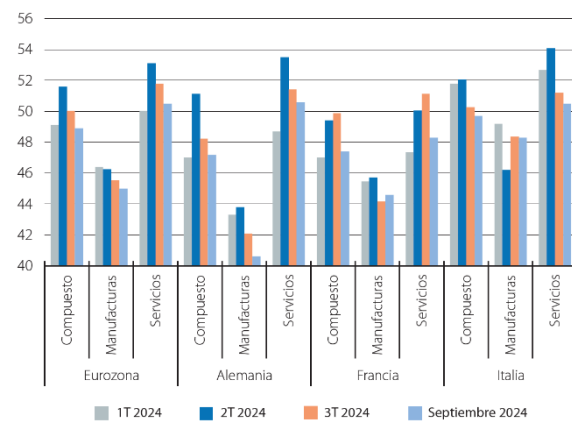
Variación intertrimestral (%)



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

### Eurozona: PMI

Índice

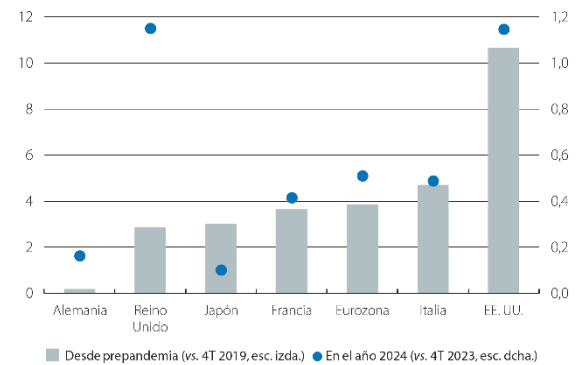


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

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

Variación acumulada (%)

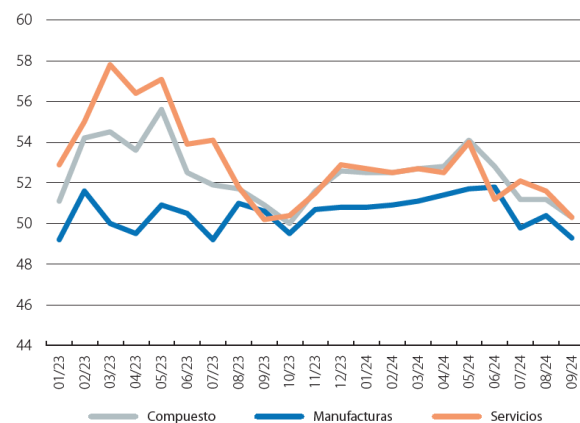
Variación acumulada (%)



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

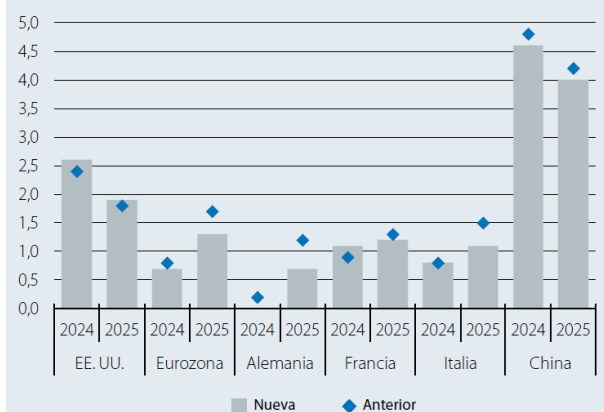
Índice



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

### Previsiones de crecimiento del PIB

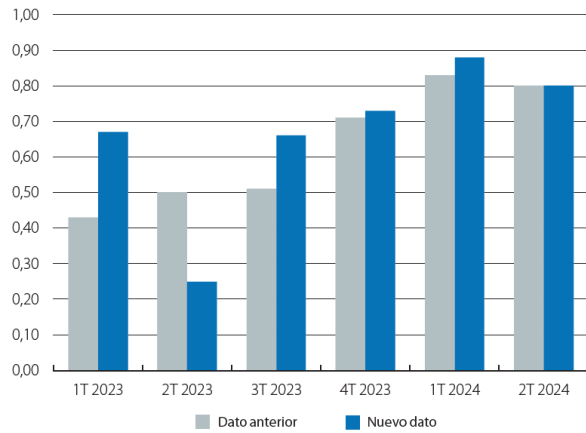
(%)



Fuente: CaixaBank Research.

### España: PIB

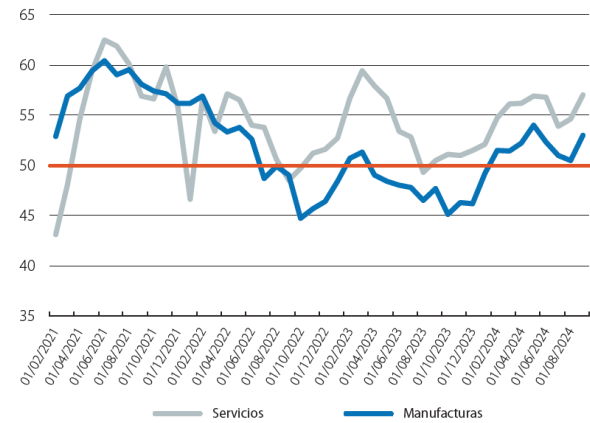
Variación intertrimestral (%)



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

### España: PMI

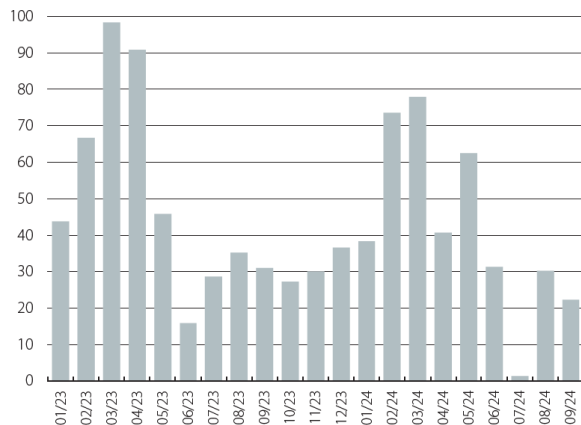
Nivel



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

### España: afiliados a la Seguridad Social

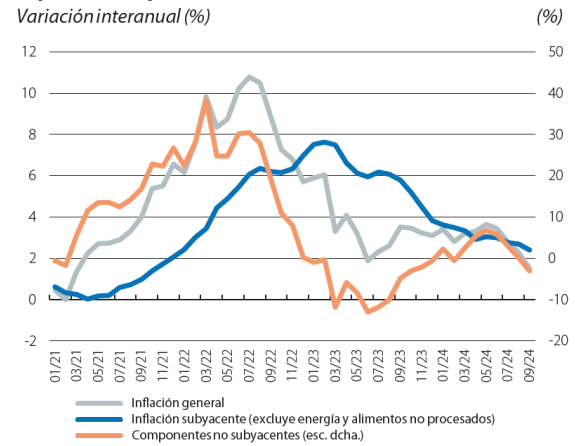
Variación intermensual (miles) \*



Nota: \* Datos desestacionalizados.

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

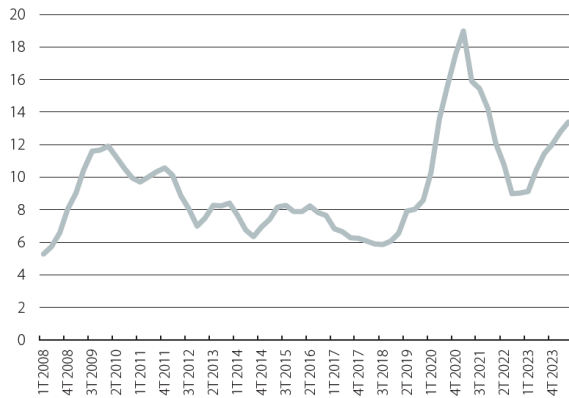
### España: componentes de la inflación



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

### España: tasa de ahorro de los hogares

(% de la renta bruta disponible)

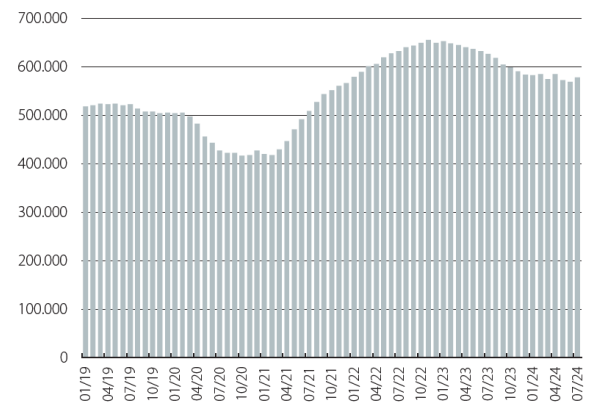


Nota: Acumulado de 4 trimestres.

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

### España: compraventas de vivienda

Número de viviendas



Nota: Acumulado de 12 meses.

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