

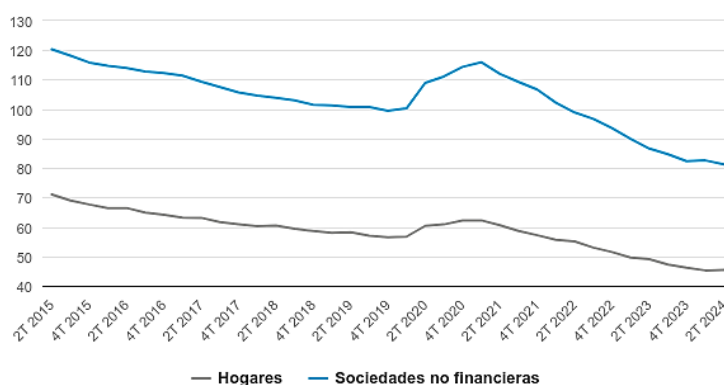
Economía española

La actividad de las grandes empresas españolas se aceleró en agosto. En agosto, las ventas interiores de las grandes empresas (deflactadas y corregidas de efectos estacionales y de calendario) avanzaron a un ritmo del 3,3% interanual, una notable aceleración respecto al 1,5% registrado en promedio durante el primer semestre del año. El avance se sostuvo en las ventas destinadas a consumo y bienes intermedios (4,1% y 3,2% interanual, respectivamente). También destaca la aceleración de las ventas al exterior, que tras varios trimestres en negativo, en el 3T registran un crecimiento promedio del 1,8% interanual. Por sectores, el avance se concentró en construcción y servicios (8,9% y 3,7% interanual). En cuanto al empleo, las remuneraciones salariales por empleado aumentaron un 4,0% interanual, en línea con los registros del primer semestre del año.

Los hogares y las empresas españolas continúan desapalancándose. En el 2T 2024, la deuda de las sociedades no financieras (en términos nominales y sin consolidar) se mantuvo estable respecto al 1T, mientras que la deuda de los hogares anotó un aumento de 13.400 millones de euros. Sin embargo, en porcentaje de PIB, la deuda tanto de hogares como de empresas ha descendido. Así, la deuda de las empresas se situó en el 81,3% del PIB en el 2T 2024, 1,3 p. p. menos que en el 1T 2024, niveles similares a los de 2002. Por su parte, la deuda de los hogares se situó en el 45,4% del PIB, -0,8 p. p. respecto al 1T 2024 y un nivel similar al de inicios del 2000. Las ratios de deuda sobre PIB en España se mantienen muy por debajo de la media de la eurozona: -15 p. p. para empresas y -7 p. p. para hogares. Por el lado de los activos financieros de los hogares, estos han aumentado en 59.000 millones de euros en el 2T 2024 (53.465 millones por adquisiciones netas y 5.545 por efectos de revalorización), hasta situarse en el 197,8% del PIB (197,1% en el 1T 2024).

España: deuda del sector privado

(% del PIB)



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

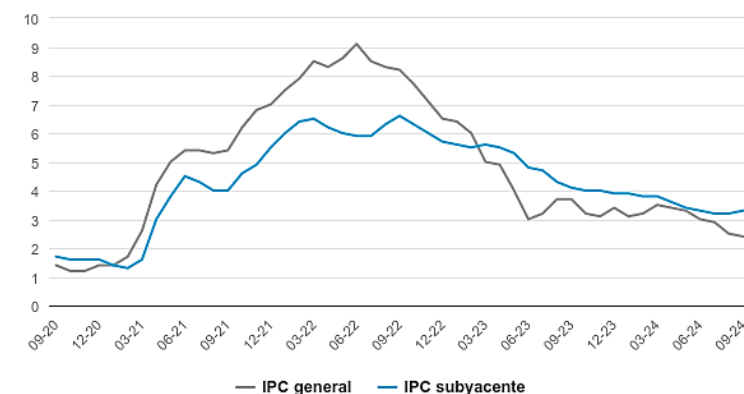
Economía internacional

Los datos de empleo e inflación de EE. UU. refuerzan la expectativa de una bajada de 25 p. b. en noviembre. La inflación general disminuyó al 2,4% interanual en septiembre (2,5% en agosto), mientras que la inflación núcleo, que excluye alimentos y energía, se aceleró 0,1 p. p., hasta el 3,3%. El descenso de la inflación general se debió nuevamente a la notable caída de los precios energéticos y de los bienes no energéticos. Por otro lado, una inesperada aceleración de la inflación de alimentos y la elevada persistencia de los precios de los servicios fueron los principales factores que impulsaron la inflación. Destacó la moderación de la inflación del componente de viviendas *shelter*, que pesa más del 30% de la cesta y ha sido el de mayor persistencia en el año, aunque sigue siendo elevada: 4,9% interanual frente al 5,2% de agosto. En cuanto al empleo, el informe de septiembre indicó que la tasa de paro disminuyó 1 décima, hasta el 4,1%, y la creación de empleo repuntó con fuerza, con 254.000 nuevos empleos no agrícolas, volviendo a niveles similares al promedio mensual de 2023, mientras que la tasa de participación se mantuvo sin cambios. Junto con los datos del informe JOLTS (vacantes en máximo de tres meses y tasa de despidos en el 1,1%), se disiparon los temores sobre un deterioro significativo del mercado laboral. El progreso de la inflación permitirá a la Fed continuar relajando la política monetaria, pero dada la lenta reducción de la rúbrica general y la persistencia de los servicios, anticipamos

que no recortará los tipos de interés agresivamente. La fortaleza del mercado laboral determinará la gradualidad de su enfoque y, como demuestra el repunte en las peticiones iniciales de desempleo publicadas esta semana, el camino no estará exento de baches (véase la [Nota Breve](#)).

EE. UU.: IPC

Variación interanual (%)



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

La economía de Alemania podría volver a caer en 2024. De hecho, las nuevas previsiones del Gobierno anticipan que el PIB retrocedería un 0,2% este año (+0,3% estimado anteriormente), tras caer un 0,1% en 2023. De confirmarse, sería la primera vez en 20 años que Alemania encadena dos años consecutivos con caídas en su PIB. Los datos que se publican continúan incidiendo en la debilidad de la economía germana. Así, el avance registrado por la producción industrial en agosto (+2,9% intermensual), solo logró compensar el retroceso del mes previo (-2,9%). En términos interanuales, en agosto, la producción industrial retrocedió un 2,5%. No obstante, el Gobierno alemán confía en que la economía empiece a recuperarse el próximo año, gracias, entre otros, a una inflación y unos tipos de interés menores, y estima un crecimiento medio anual del 1,1% en 2025 y del 1,6% en 2026. Por otro lado, el Gobierno francés ha hecho público el proyecto de ley para los presupuestos de 2025, con los que se busca reducir el déficit fiscal hasta el 5,0% del PIB (desde más de un 6,0% estimado para 2024), a través de un recorte de gasto de unos 40.000 millones de euros y un aumento de impuestos de unos 20.000 millones de euros. Este proyecto será ahora presentado ante el Parlamento, que deberá aprobarlo, en un proceso que se prevé complicado dada la fragmentación de este y la falta de mayoría del Gobierno actual.

Mercados financieros

Los inversores continúan centrados en la robustez del ciclo en EE. UU. y la respuesta de la Fed. Tras la publicación del informe de empleo de septiembre el pasado viernes, que mostró un excepcional dinamismo de la creación de empleo en esta fase avanzada del ciclo, los inversores pasaron a cotizar un escenario de «aterrizaje muy suave» de la economía estadounidense. Esto se tradujo en que los implícitos del mercado monetario pasaron a ver como menos probable un recorte de 50 p. b. en la reunión de noviembre, aunque el de 25 p. b. se sigue viendo como muy factible (los implícitos descuentan un 85% de probabilidad). Esto conllevó un repunte de los tipos monetarios y soberanos a ambos lados del Atlántico, con los tipos europeos presionados al alza por el movimiento de los estadounidenses (con el *treasury* a 2 años repuntando unos 40 p. b. en lo que llevamos de mes hasta un nivel del 4%). A pesar de los repuntes de tipos, la mayoría de los índices bursátiles de las economías desarrolladas se han mantenido planos, con la principal excepción del Nasdaq 100, favorecido por un renovado interés en las compañías más expuestas a la IA. Los índices emergentes, por su parte, cierran una semana de pérdidas, lastrados por la renovada fortaleza del dólar, que ha capitalizado no solo su rol de activo refugio ante el repunte del riesgo político, sino también el ajuste en las expectativas de tipos de la Fed. Por otro lado, los índices chinos de renta variable también registraron pérdidas por la incertidumbre respecto a la efectividad de los estímulos públicos para dinamizar la economía, tras semanas de fuertes ganancias. Finalmente, en el mercado de materias primas, el precio del petróleo se ha estabilizado por debajo de los 80 dólares, tras el fuerte rebote que sufrió a principios de mes por el recrudecimiento de las tensiones en Oriente Medio. A medida

que los riesgos de una regionalización del conflicto parecen no incrementarse, en el precio del crudo han vuelto a pesar las dudas sobre la demanda china.

El BCE, a por un tercer recorte sin compromiso. Todo sugiere que el BCE bajará los tipos de interés el próximo 17 de octubre: las expectativas de mercado cotizan un recorte de 25 p. b. con una probabilidad del 95% y la propia presidenta del BCE, Christine Lagarde, hizo un guiño a favor de esta bajada tras el descenso de los últimos datos de inflación y actividad económica. De hecho, como han señalado los miembros del BCE, estos últimos datos dibujan un enfriamiento de la economía europea en un contexto monetario claramente restrictivo, con importantes riesgos geopolíticos y, a la vez, con buenas cifras de inflación (inflación general del 1,8% en septiembre) y un inicio agresivo de los recortes de tipos en EE. UU. Así, recientemente, distintas voces en el seno del Eurosistema han apoyado, más explícita o implícitamente, una bajada de tipos en octubre que lleve el tipo *depo* al 3,25%, un movimiento que hace unas pocas semanas cotizaba con baja probabilidad en los mercados financieros. A pesar de este cambio de ritmo, es probable que, el próximo 17 de octubre, el BCE reitere su compromiso con una estrategia de distensión monetaria gradual, basada en la evolución de los datos y con decisiones «reunión a reunión». Aunque la lucha contra la inflación avanza en la buena dirección, en los últimos datos sigue apreciándose una disminución lenta de las presiones de precios subyacentes (inflación núcleo del 2,7% en septiembre, con los servicios al 4,0%) y tanto el consenso de analistas como el propio BCE prevén que la inflación todavía tarde un tiempo en anclarse al objetivo del 2,0% de manera sostenida (véase la [Nota Breve](#)).

Las actas del FOMC destacan debate entre 25 y 50 p. b. Las actas de la reunión de septiembre del FOMC revelaron que la decisión de recortar los tipos de interés en 50 p. b., en lugar de 25 p. b., fue más debatida de lo que sugería el único voto en contra de la gobernadora Michelle Bowman. Si bien «una mayoría sustancial de los participantes» apoyaron un recorte de 50 p. b., «algunos participantes» prefirieron uno de 25 p. b. y «unos pocos otros» señalaron que habrían respaldado este recorte menor. Quienes abogaron por un recorte de 50 p. b. consideraron que este reflejaba mejor el balance de riesgos entre el sostenimiento del mercado laboral y el progreso de la desinflación. Los que apoyaron 25 p. b. indicaron que una mayor gradualidad en los recortes de tipos permitiría evaluar mejor su impacto en la economía. En cuanto a la evaluación de la Fed sobre las condiciones económicas actuales, las actas no ofrecieron información adicional más allá de lo aportado por Powell en su comunicado tras la reunión.

		10-10-24	4-10-24	Var. semanal	Acumulado 2024	Var. interanual
Tipos					(puntos básicos)	
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,18	3,25	-7	-73	-77
	EE. UU. (SOFR)	4,66	4,58	+8	-67	-73
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,79	2,69	+10	-72	-135
	EE. UU. (SOFR)	4,15	3,87	+28	-62	-121
Tipos 2 años	Alemania	2,23	2,20	+3	-17	-88
	EE. UU.	3,96	3,92	+4	-29	-102
Tipos 10 años	Alemania	2,26	2,21	5	31	-46
	EE. UU.	4,06	3,97	9	18	-50
	España	2,99	2,97	2	9	-83
	Portugal	2,76	2,74	2	20	-70
Prima de riesgo (10 años)	España	74	76	-2	-22	-36
	Portugal	50	53	-3	-11	-24
Renta variable					(porcentaje)	
S&P 500		5.780	5.751	0,5%	21,2%	32,1%
Euro Stoxx 50		4.970	4.955	0,3%	9,9%	18,3%
IBEX 35		11.657	11.659	0,0%	15,6%	24,5%
PSI 20		6.687	6.647	0,6%	4,5%	8,9%
MSCI emergentes		1.157	1.179	-1,9%	13,0%	20,9%
Divisas					(porcentaje)	
EUR/USD	dólares por euro	1,093	1,097	-0,4%	-1,0%	3,0%
EUR/GBP	libras por euro	0,837	0,836	0,2%	-3,4%	-2,9%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,077	7,019	0,8%	-0,3%	-3,1%
USD/MXN	pesos por dólar	19,460	19,284	0,9%	14,7%	9,1%
Materias Primas					(porcentaje)	
Índice global		100,5	102,1	-1,5%	1,9%	-2,4%
Brent a un mes	\$/barril	79,4	78,1	1,7%	3,1%	-7,5%
Gas n. a un mes	€/MWh	40,3	41,0	-1,7%	24,6%	-12,5%

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

PULSO ECONÓMICO es una publicación de CaixaBank Research, que contiene informaciones y opiniones que proceden de fuentes que consideramos fiables. Este documento tiene un propósito meramente informativo, por lo cual CaixaBank no se responsabiliza en ningún caso del uso que se pueda hacer del mismo. Las opiniones y las estimaciones son propias de CaixaBank Research y pueden estar sujetas a cambios sin notificación previa.