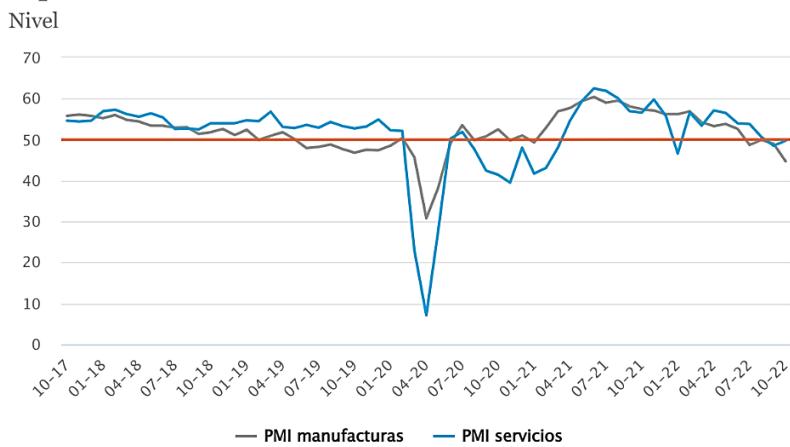


Economía española

La actividad industrial española se resiente en los primeros compases del 4T, mientras que los servicios aguantan. En octubre, el índice empresarial PMI para el sector manufacturero se desplomó, desde los 49,0 puntos de septiembre hasta los 44,7 puntos, su nivel más bajo desde mayo de 2020 y muy por debajo del umbral indicativo de crecimiento (50 puntos). En contraposición, el indicador homólogo del sector servicios se situó en los 49,7 puntos, desde los 48,5 del mes anterior, un nivel marginalmente por debajo del umbral de los 50 puntos y que refleja una situación más bien de estancamiento del crecimiento de la actividad. Por su parte, en septiembre, la producción industrial cayó un ligero 0,3% intermensual, de tal modo que en el promedio del 3T el indicador se mantuvo prácticamente plano respecto al 2T (-0,3% intertrimestral). Las ventas minoristas crecieron un 0,2% intermensual en septiembre, aunque en este caso el indicador ha caído un 0,7% en el promedio del 3T respecto al trimestre anterior, debido a la caída más pronunciada que tuvo lugar en julio. Finalmente, en septiembre llegaron cerca de 7,8 millones de turistas extranjeros que gastaron alrededor de 9.200 millones de euros. Estas cifras se sitúan todavía un 11,6% y 3,9%, respectivamente, por debajo del mismo mes de 2019. De este modo, aunque el sector turístico internacional presenta cierto margen aún de recuperación en términos de visitas, en términos de gasto ya se ha prácticamente cerrado la brecha respecto a los niveles prepandemia.

España: indicadores de actividad

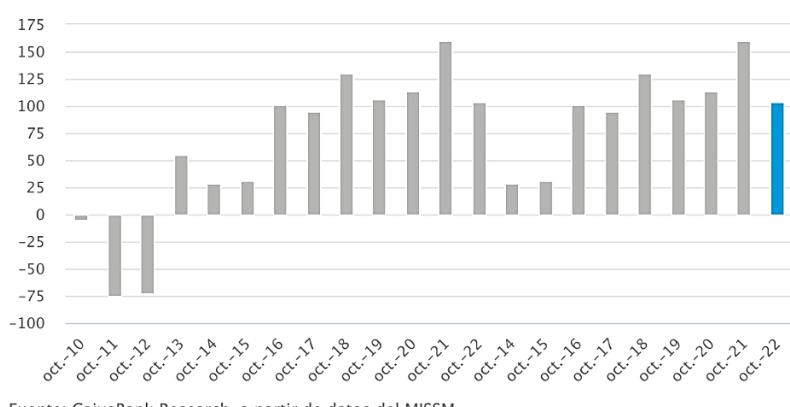


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

Los datos de octubre de afiliación a la Seguridad Social evidencian que el mercado laboral se mantiene resiliente. Así, el número de afiliados creció en 103.499 personas en el mes de octubre, cifra superior a la «habitual» en un mes de octubre (en el promedio de 2014-2019, la afiliación crecía 82.200 en los octubres). Por su parte, se siguieron notando los efectos de la reforma laboral sobre la evolución de la tasa de temporalidad, que cayó hasta el 15,7% (27,6%

España: afiliados a la Seguridad Social en los meses de octubre

Variación intermensual (miles de personas)



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

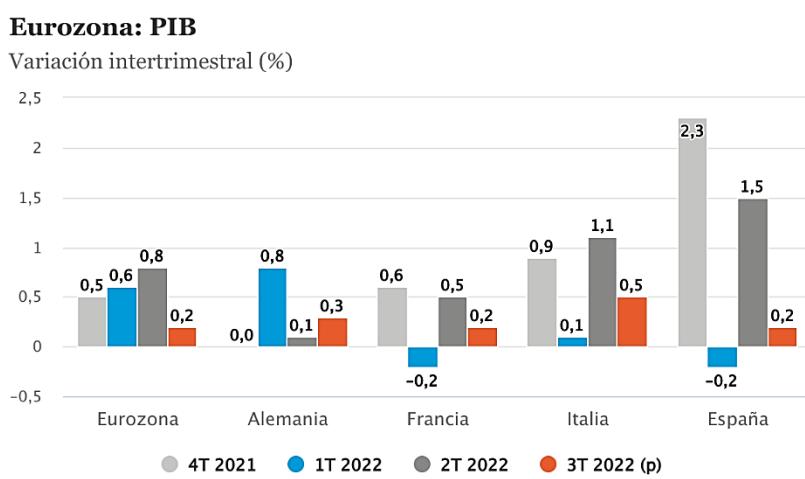
en octubre de 2021), nuevo mínimo histórico, gracias, en parte, a la utilización de contratos fijos discontinuos en detrimento de los contratos temporales. Finalmente, el paro registrado cayó en 27.027 personas durante octubre. Se trata de una cifra muy positiva, puesto que en los meses de octubre el paro acostumbra a crecer (69.000 personas en el promedio de 2014-2019) (véase la [Nota Breve](#)).

Los datos de ejecución presupuestaria hasta agosto apuntan a un déficit público netamente menor que en 2021. El déficit consolidado de las Administraciones públicas, excluidas las corporaciones locales, fue del 2,0% del PIB (en el acumulado de enero a agosto), por debajo del 5,0% de agosto de 2021 y similar al 2,1% de agosto de 2019. La mejora se debió al elevado crecimiento de los ingresos tributarios (+17,7% interanual en el acumulado hasta agosto), favorecidos por el efecto del incremento de los precios en las bases imponibles. El gasto público consolidado repuntó mucho menos, un 2,1% interanual hasta agosto. Aunque estos datos apuntan a un menor déficit público en 2022 que en 2021, hay que ser muy prudentes a la hora de extrapolarlos a la ejecución del conjunto del año, ya que solo reflejan una parte de las medidas para mitigar los efectos de la elevada inflación.

El nuevo crédito crece en vivienda, consumo y empresas en septiembre. El nuevo crédito a los hogares aumentó un 11,5% interanual en el acumulado de enero a septiembre. Cabe destacar que la nueva concesión de hipotecas en septiembre creció un 6,2% interanual, el mejor septiembre desde 2009. En el acumulado del año, el importe de nuevas hipotecas se elevó hasta los 48.500 millones de euros (+14,5% interanual), superando ampliamente los niveles prepandemia (un 60,4% mayor que en enero-septiembre de 2019). Por su parte, la nueva concesión de crédito con finalidad consumo creció un 8,3% en el acumulado del año respecto al mismo periodo de 2021, pero todavía se sitúa un 15,6% por debajo del acumulado en 2019. Por su parte, la concesión de nuevo crédito a las empresas aumentó un 35,5% interanual en el acumulado hasta septiembre, situándose un 7,4% por encima de los niveles pre-COVID.

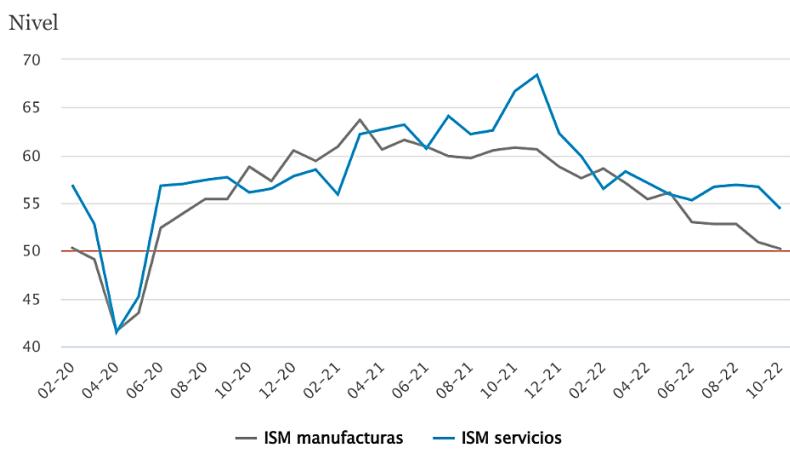
Economía internacional

Inesperada resistencia del PIB de la eurozona en el 3T 2022. El PIB creció un 0,2% intertrimestral (0,0% estimado por CaixaBank Research), lo que sitúa a la eurozona en una posición algo más robusta para afrontar las consecuencias de la crisis energética durante el invierno. A este respecto, la probabilidad de ver retrocesos de la actividad en los próximos meses es significativa, tal y como apunta el fuerte deterioro de los principales indicadores de clima y opinión empresarial. Los principales factores que castigarán al crecimiento en los próximos meses serán la permanencia de unas condiciones financieras muy tensionadas, un sector externo deprimido ante la desaceleración global que se anticipa, y una inflación en máximos. De hecho, en octubre, la inflación general aumentó en 0,8 p. p., hasta el 10,7% interanual, y la inflación núcleo (que excluye la energía y todos los alimentos) hizo lo propio en 0,2 p. p., hasta el 5,0%. Creemos que de cara a los próximos meses la moderación de los precios energéticos debería reflejarse en una caída de la inflación general, mientras que la subyacente podría mantenerse alrededor de los niveles actuales hasta mediados de 2023 (véase la [Nota Breve](#)).



Ralentización de la actividad estadounidense al inicio del 4T 2022. Los índices empresariales ISM de manufacturas y de servicios cayeron en el mes de octubre, y se emplazaron en niveles compatibles con tasas de crecimiento débiles. En concreto, el de manufacturas se situó en los 50,2 puntos (50,9 en septiembre), ligeramente por encima del umbral de los 50 puntos (que delimita la zona expansiva de la recesiva). Su homólogo de servicios se situó en los 54,4 puntos (56,7 en septiembre), ante una bajada importante en los subcomponentes de actividad, nuevos pedidos y empleo. En el ámbito laboral, los datos son todavía sólidos. Así, en octubre, se crearon 261.000 puestos de trabajo, una cifra notable, a pesar de situarse por debajo del ritmo de creación de los últimos meses. La tasa de paro se mantuvo en un bajo 3,7%, mientras que los salarios siguieron marcando avances considerables (4,7% interanual), aunque, de nuevo, por debajo de meses anteriores. En el continente americano todavía la economía mexicana siguió inmersa en la fase de recuperación, tras la crisis causada por la pandemia, y en el 3T 2022 su PIB creció un 1,0% intertrimestral (4,3% interanual). Los principales ejes de este crecimiento fueron la mejora del consumo privado, el aumento de la actividad turística y el dinamismo de las exportaciones ligadas a la fortaleza económica de EE. UU. durante ese mismo trimestre (cabe recordar que el PIB estadounidense avanzó un 0,6% intertrimestral en el 3T 2022).

EE. UU.: indicadores de sentimiento



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

Los PMI chinos señalan una ralentización de la actividad en otoño. El PMI compuesto oficial de China cayó a los 49,0 puntos en octubre (vs. 50,9 en septiembre) y encadenó la cuarta caída consecutiva desde julio. El índice llega así a su nivel más bajo desde mayo, cuando la economía reabría tras el largo confinamiento de Shanghái. El deterioro fue particularmente visible en el sector servicios (con una caída desde los 48,9 a los 47,0 puntos), aunque, dentro del sector manufacturero, destacaron también las fuertes caídas en los subcomponentes de producción y nuevos pedidos. Por su parte, el PMI compuesto Caixin también cayó, aunque de forma algo más ligera (desde los 48,5 puntos de septiembre hasta los 48,3 de octubre). En conjunto, estos datos subrayan la debilidad de la economía china, en buena parte como consecuencia de las paradas y arranques intermitentes impuestos por la política de COVID cero, a la que se añadirá en los próximos meses el enfriamiento de la demanda global.

La economía portuguesa creció por encima de lo esperado en el 3T 2022. En términos intertrimestrales el PIB avanzó un 0,4%, lo que situó la tasa interanual en el 4,9%. Sin embargo, los primeros datos que hemos conocido del 4T son indicativos de una ralentización considerable de la economía lusa. Así, tanto la confianza de los consumidores como distintos indicadores de confianza a nivel sectorial muestran un deterioro al inicio del último trimestre del año.

Mercados financieros

La Reserva Federal de EE. UU. sube tipos en 75 p. b. y apunta a un ritmo de subidas menor, pero hasta un nivel más elevado. La Fed subió los tipos de interés oficiales hasta el intervalo 3,75%-4,00%, acumulando así desde marzo un total de subidas de 375 p. b., el ajuste más agresivo desde 1981. Durante la rueda de prensa, el presidente Jerome Powell explicó que este endurecimiento monetario ha sido el adecuado, habida cuenta de la inusualmente elevada inflación, el tensionamiento en el mercado laboral y el bajo nivel de partida inicial de los tipos de interés (0%). No

obstante, Powell aclaró que, de cara a las próximas reuniones, se aminorará el ritmo de ajuste en los tipos oficiales para así poder valorar el impacto acumulado de las medidas ya anunciadas sobre la economía real. En cualquier caso, y observando que los datos de inflación continúan sorprendiendo al alza, Powell explicó que es muy prematuro hablar o pensar en una pausa en las subidas y que muy probablemente deberán llevar los tipos de interés a un nivel más elevado que el comentado en la reunión de septiembre (el votante mediano del FOMC votó por un punto de llegada en el 4,50%-4,75%), para mantenerlos estables durante un tiempo (*higher for longer*). Tomando esta comunicación en conjunto, cabría esperar, pues, que la Fed continuase incrementando los tipos de interés en las próximas reuniones, hasta un nivel alrededor del 5%, pero a un ritmo menor del actual (véase la [Nota Breve](#)).

La Fed vuelve a desilusionar a los inversores. Después de varias sesiones dominadas por la esperanza sobre la posibilidad de un «pivot» en la política monetaria de la Fed (basada en la moderación en el ritmo de subidas de los tipos y durante menor extensión temporal), los inversores digirieron con desánimo el mensaje más severo del presidente de la autoridad monetaria. Ante este nuevo giro, los inversores habrían comenzado a descontar que los tipos de interés implícitos se situarán por encima del 5% en primavera (véase la noticia anterior). Asimismo, la rentabilidad de los *treasuries* acentuó su tendencia alcista consolidándose por encima del 4% en todos los tramos. Al otro lado del Atlántico, la deuda soberana de la eurozona se negoció de forma lateral y las *tires* aumentaron impulsadas, también, por las declaraciones de varios miembros del BCE, como Christine Lagarde, que apuntaban a que una suave recesión no será suficiente para vencer la inflación, y pronosticaban más subidas de tipos. La otra cara de la moneda la puso el Banco de Inglaterra, que, tras subir los tipos de interés (75 p. b. hasta el 3%), dejó entrever la posibilidad de moderar su senda de subidas ante la expectativa de que la política fiscal restrictiva del nuevo primer ministro Rishi Sunak contenga el avance de la inflación. En el ámbito de la renta variable, saldo mixto en las bolsas, donde los índices estadounidenses cedieron notablemente ante la combinación del endurecimiento de las condiciones financieras y el desplome de la cotización de empresas como Amazon o Microsoft. En los mercados de materias primas, el precio del barril de Brent ascendió hasta los 99 dólares, impulsado por las noticias referentes a la posible flexibilización de la política de COVID cero en China, mientras que el precio del gas natural europeo (el TTF holandés) se mantuvo en torno a los 115 €/MWh, a pesar de que la Agencia Internacional de la Energía haya alertado de que la solución sobre el suministro de gas en la eurozona está aún lejos.

		4-11-22	28-10-22	Var. semanal	Acumulado 2022	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	1,73	1,64	9	231	230
	EE. UU. (Libor)	4,55	4,44	+11	434	441
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	2,79	2,57	+23	330	329
	EE. UU. (Libor)	5,67	5,37	+30	509	531
	Alemania	2,30	2,10	19	247	258
Tipos 10 años	EE. UU.	4,16	4,01	15	265	271
	España	3,35	3,15	20	279	295
	Portugal	3,27	3,08	19	281	296
Prima de riesgo (10 años)	España	106	105	1	32	38
	Portugal	98	98	0	34	39
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		3.771	3.901	-3,3%	-20,9%	-19,7%
Euro Stoxx 50		3.688	3.613	2,1%	-14,2%	-15,5%
IBEX 35		7.943	7.917	0,3%	-8,8%	-13,0%
PSI 20		5.735	5.658	1,4%	3,0%	1,6%
MSCI emergentes		885	846	4,7%	-28,2%	-30,0%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	0,996	0,997	-0,1%	-12,4%	-13,9%
EUR/GBP	libras por euro	0,876	0,858	2,0%	4,1%	2,2%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,185	7,252	-0,9%	13,0%	12,3%
USD/MXN	pesos por dólar	19,524	19,796	-1,4%	-4,9%	-4,0%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		117,5	111,8	5,1%	18,5%	14,4%
Brent a un mes	\$/barril	98,6	95,8	2,9%	26,7%	19,1%
Gas n. a un mes	€/MWh	114,8	112,2	2,3%	63,2%	55,1%

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