

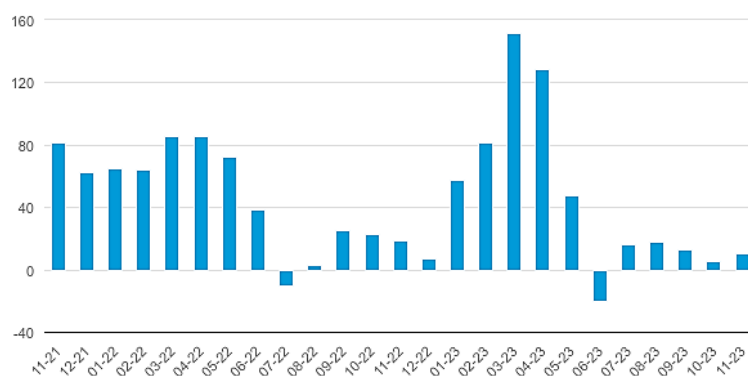
Economia espanyola

Senyals mixtos d'activitat a Espanya en el 4T. Al novembre, l'índex PMI per al sector serveis es va mantenir pràcticament sense canvis respecte al mes anterior (51,0 punts vs. 51,1), tot i que segueix per sobre del llindar que marca creixement al sector (50 punts). Per part seva, a l'octubre, la producció industrial va caure un 0,5% intermensual (−1,5% interanual), resultat que s'explica pel descens generalitzat per sectors, excepte el d'energia. En contraposició, el sector turístic ha donat unes dades francament bones. Així, a l'octubre van arribar 8.178.091 turistes estrangers que van gastar 10.308 milions d'euros, fet que implica un augment del 13,9% i del 24% interanual, respectivament. A més, quan els comparem amb el mateix mes del 2019, veiem que l'arribada de turistes se situa un 7,8% per sobre (−0,2% al setembre) i la despesa, un 23,9% (16,6% al setembre).

El mercat laboral espanyol va mostrar un bon comportament al novembre, malgrat la desacceleració de l'activitat. Si bé els afiliats a la Seguretat Social van caure al novembre com és habitual davant l'inici de la temporada baixa al sector turístic, el descens és inferior al que és habitual en un mes de novembre (−11.583 persones vs. −23.219 en mitjana per a un mes de novembre entre el 2014 i el 2019) i, a més, les xifres desestacionalitzades mostren que es continua creant ocupació: 10.348 treballadors, duplicant el feble registre d'octubre. Per part seva, l'atur registrat es va reduir al mes en 24.573 persones, el primer descens en quatre mesos; i en termes interanuals es va registrar un descens del 5,1% en el nombre d'aturats, equivalent a una caiguda de 146.549 aturats (vegeu la [Nota Breve](#)).

Espanya: afiliats a la Seguretat Social*

Variació intermensual (milers)



Nota: *Sèrie desestacionalitzada.

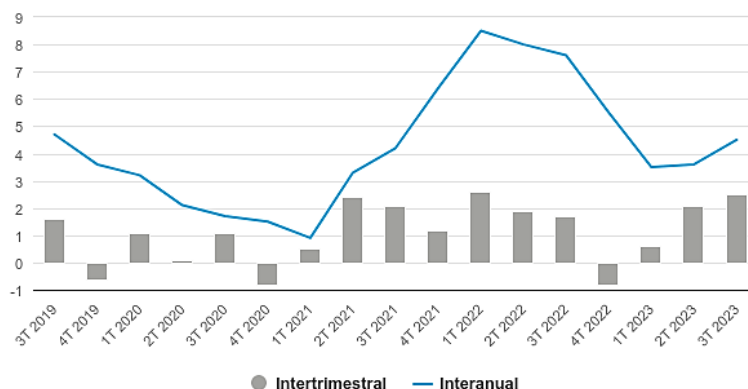
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del MITE.

Caiguda de la concessió de crèdit a llars i empreses en l'acumulat fins a l'octubre. Cal destacar que la nova producció de crèdit a llars va tornar a créixer al mes d'octubre (+2,6% interanual), després de 10 mesos de caigudes consecutives, fet que no evita que en termes acumulats de l'any registri una reculada del 10,2% interanual. Així, d'una banda, la nova concessió d'hipoteques va moderar la caiguda a l'octubre per tercer mes consecutiu, fins al 5,2% interanual (−18% al setembre), i en l'acumulat fins a l'octubre registra una caiguda del 20,3% interanual. D'altra banda, el nou crèdit amb finalitat estrictament de consum va augmentar el 10,7% interanual a l'octubre, gràcies al menor ús d'altres recursos per finançar les despeses de consum de les llars. En l'acumulat de l'any, l'import del nou crèdit al consum ha augmentat un 7,9% interanual, volum encara inferior al d'abans de la pandèmia. Pel que fa a les empreses, la nova producció de crèdit queia un 9,7% interanual en l'acumulat fins a l'octubre.

El preu de l'habitatge a Espanya accelera el pas. Segons dades de transaccions, el preu de l'habitatge va créixer en el 3T 2023 un notable 2,5% intertrimestral, per sobre del ja destacable augment del 2,1% intertrimestral del 2T. En termes interanuals, en el 3T 2023 el preu de l'habitatge va accelerar el ritme de creixement fins al 4,5%, davant el 3,6% del trimestre anterior. L'encariment va ser generalitzat per segments d'habitatge, tot i que, com ja és habitual, el d'obra nova va créixer substancialment més que el de segona mà (11% i 3,2% interanual, respectivament). El preu de l'habitatge ha mostrat una resiliència notable en un entorn advers caracteritzat per un fort augment dels tipus, comportament que es deu, en gran part, a una oferta insuficient, llastada pel baix nivell de visats d'obra nova.

Espanya: preu de l'habitatge (transacció)

Variació (%)



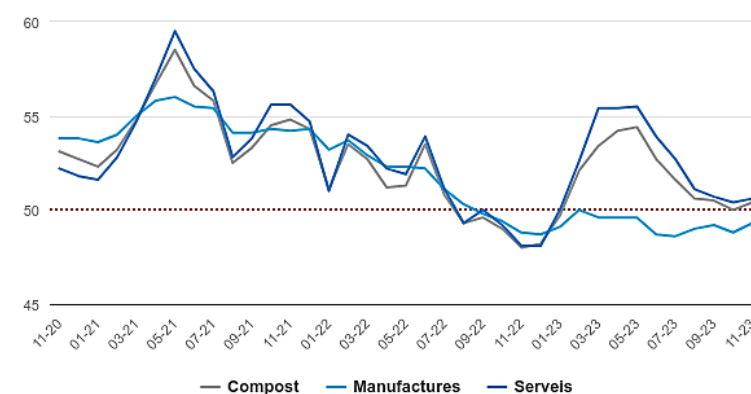
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Economia internacional

L'activitat mundial millora marginalment a mesura que les noves comandes s'estabilitzen. El PMI compost d'activitat global es va situar en 50,4 punts al novembre, 4 dècimes per sobre del mes anterior. La lleugera millora de l'indicador va ser reflex de l'estabilització de la demanda després de diversos mesos de deteriorament, tant al sector serveis com al manufacturer. Tot i això, i malgrat aquest aspecte, l'indicador industrial global es va mantenir en el terreny de contracció (per sota dels 50 punts) per quinzè mes consecutiu. Per països, destaca la fortalesa que l'activitat continua mostrant en les economies emergents, seguides pels EUA; mentre que l'activitat tant a la zona de l'euro com al Japó es continua desaccelerant.

Indicadors globals PMI

Nivell



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Markit.

L'economia dels EUA continua el seu aterratge gradual amb un mercat laboral encara molt dinàmic. L'economia dels EUA va crear més llocs de treball no agrícoles (*payrolls*) dels esperats al novembre (199.000 davant dels 185.000 recollits pel consens de Bloomberg), principalment als sectors sanitari i d'Administració pública. A més, la creació d'ocupació va mostrar un gran dinamisme fins i tot descomptant els treballadors que es reincorporaven després de les vagues al sector automobilístic. També la taxa d'atur es va reduir més del que esperava el consens, fins al 3,7%, amb una taxa de participació que va augmentar lleugerament; mentre que els salaris van mantenir el ritme de creixement del 4% interanual de mesos precedents. Aquest mercat laboral tan robust s'està reflectint així mateix en les diferents enquestes de confiança i clima conegudes durant la setmana, ratificant la idea que l'aterratge de l'economia està sent molt suau i gradual. Així, tant l'ISM (52,7) com el PMI (50,8) van mostrar un sector serveis encara en expansió al novembre (per sobre del llindar de 50), mentre que la salut del consumidor continua sorprenent per la seva resiliència,

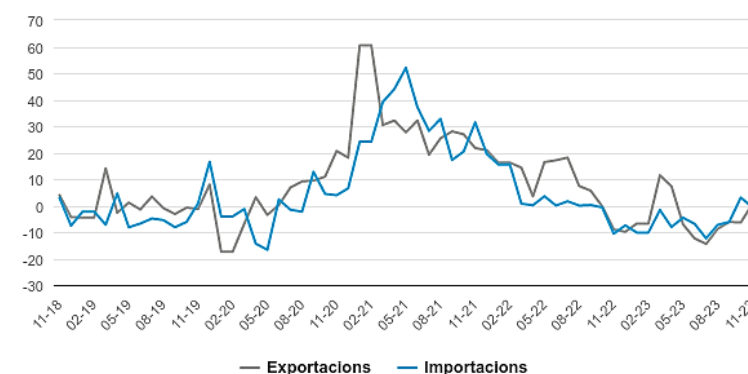
amb un índex de confiança del consumidor de la universitat de Michigan que va batre àmpliament les expectatives, gràcies al dinamisme del mercat de treball i a unes menors expectatives per a la inflació.

La indústria de la zona de l'euro intensificaria la seva debilitat al tram final de l'any. De fet, a l'octubre, la producció industrial registra caigudes més o menys voluminoses a les grans economies de la regió, destacant negativament França (-0,3% vs. -0,6% intermensual) i Alemanya (-0,5% vs. -1,7%), on, a més, la forta reculada de les comandes (-3,7% vs. 0,7%) no permet confiar en una recuperació de la indústria germànica a curt termini. D'altra banda, les dades finals del PIB confirmen que va caure un 0,1% intertrimestral en el 3T resultat que s'explica, gairebé completament, per uns inventaris que van restar 0,3 p. p. al creixement, en un context en què tant el consum privat com el públic van créixer el 0,3% intertrimestral, alhora que el sector exterior va mostrar una aportació nul·la al creixement. Aquesta caiguda de l'activitat en el 3T, no obstant, es produeix amb una ocupació creixent un 0,2% intertrimestral i un 1,3% interanual, fet que afecta negativament la productivitat del treball que, segons Eurostat, cau un 1,2% en termes interanuals, enfront de creixements al voltant de l'1,0% registrats abans de la pandèmia. Aquest deteriorament de la productivitat es produeix en un context de pujada dels salaris: segons el BCE, els salaris negociats van créixer en el 3T un 4,7% interanual (4,4% en el 2T), màxim des del 1T 1993.

En un entorn de feblesa de la demanda interna, les exportacions de la Xina es mantenen com a punt positiu de l'any. Al novembre, les exportacions de la Xina van pujar un 0,5%, mentre que les importacions van caure un 0,6% en termes interanuals. En conjunt, les dades disponibles del 4T per a l'economia xinesa posen de manifest dues tendències recents: d'una banda, confirmen la competitivitat de les exportacions xineses en un context d'alentiment global i, d'altra banda, subratllen les dificultats per «enlairar-se» de la demanda interna, en un context de crisi de confiança, motivada, en part, per l'ajust del sector immobiliari. De fet, l'agència de qualificació creditícia Moody's va revisar l'*outlook* del país a negatiu, citant, entre d'altres, els riscos creixents a les perspectives de creixement a mitjà termini al país. Per acabar, la inflació va caure al novembre fins -0,5% (-0,2% anterior), mínim en tres anys.

Xina: comerç exterior de béns*

Variació interanual (%)



Nota: *Variació obtinguda a partir de dades nominals en dòlars.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la duana xinesa.

L'economia brasilera va continuar creixent en el 3T. El PIB del Brasil es va expandir, fora de tot pronòstic, un 0,1% intertrimestral (enfront del 0,9% en el 2T) i un 2,0% en termes interanuals, entre el juliol i el setembre. La pèrdua de força de l'impuls del sector agrícola unit a l'impacte de les taxes d'interès amb doble dígit (actualment es troben en el 12,25%) sobre l'activitat van ser les raons principals de l'alentiment del creixement econòmic. Tot i això, el millor comportament del sector industrial i la moderació de la inflació subjacent fan pensar que, probablement, el creixement del PIB es va situar prop del 3,0% el 2023.

Mercats financers

Els bons sobirans es prenen un respir mentre les borses estenen els guanys. El *driver* per als mercats durant la setmana van ser les dades d'ocupació que es van anar publicant als EUA. La publicació d'unes dades de vacants d'ocupació JOLTS i de creació d'ocupació al sector privat segons l'ADP una mica més febles del que s'esperava seguia sostenint la hipòtesi d'aterratge suau en l'economia dels EUA, perllongant les tendències que mostraven els mercats financers: rendibilitats de deute sobirà caient, borses a l'alça, alhora que es descomptava una primera baixada de tipus al març a tots dos costats de l'Atlàntic. Tot i això, el mercat es va capgirar, sobretot als EUA, després de la publicació divendres d'unes dades de creació d'ocupació no agrícola més forta del que s'esperava (vegeu la secció d'Internacional). Així, la rendibilitat del deute públic nord-americà va registrar pujades generalitzades, tot i que més acusades en el 2 i 5 anys, que el van fer tancar la setmana amb repunts a TIR. També els bons sobirans de la zona de l'euro es van contagiar lleugerament d'aquest moviment i van registrar repunts en la seva rendibilitat, que no van impedir que registressin caigudes en el còmput setmanal. Juntament amb la pujada de TIR, es van ajustar les expectatives de retallades de tipus d'interès, de manera que si fa una setmana els mercats assignaven probabilitats del 70% a una primera baixada de la Fed al març, ara la retallen al 45%, mentre que es mantenen al voltant del 55% per al BCE. També el dòlar va capitalitzar aquests repunts de tipus, apreciand-se davant dels seus principals parells, després de setmanes de debilitat. D'altra banda, les borses sí que van mantenir el camí alcista davant l'expectativa d'un aterratge gradual de l'economia i un BCE més *dovish*, destacant l'avanç del DAX alemany (que va tocar màxims històrics) i del CAC 40. Als mercats de matèries primeres, el preu de la referència de petroli Brent va caure de manera sostinguda fins a tocar els 75 dòlars/barril davant un creixent nerviosisme sobre una debilitat de la demanda mundial, si bé la dada de desocupació als EUA li va donar una mica de suport al final de la setmana per contenir les pèrdues.

BCE i Fed, com de cautelosos i optimistes amb la inflació? El 13 i 14 de desembre, Fed i BCE tenen les seves respectives darreres reunions de l'any 2023, en què no esperem canvis en els tipus d'interès (la Fed mantindrà l'interval 5,25%-5,50% i el BCE reiterarà el *depo* i el *refi* en el 4,00% i 4,50%, respectivament). No obstant això, després d'unes últimes dades d'inflació per sota del que s'esperava, tant als EUA com a la zona de l'euro, les expectatives dels inversors sí que han canviat, i ho han fet significativament, amb uns mercats monetaris que, a banda i banda de l'Atlàntic, apunten a una primera retallada de tipus ja a la primavera i rebaixes substancials (superiors als 100 p. b.) al llarg de tot el 2024. De moment, pensem que tant Fed com BCE optaran per la cautela en la lluita contra la inflació i reiteraran la intenció de mantenir una política persistentment restrictiva (el nostre quadre de previsions no contempla retallades fins a mitjan any als EUA i fins al 3T 2024 a la zona de l'euro). Però les reunions del 13 i 14 de desembre seran importants per prendre la temperatura dels bancs centrals, tant per les revisions als seus respectius quadres de previsions (amb probables rebaixes en la inflació prevista per al 2024) com pel repte de gestionar el desajust entre les expectatives de baixades que cotitzen els mercats financers i la comunicació oficial de «política monetària restrictiva per un bon temps» que mantenen els dos bancs centrals.

		8-12-23	1-12-23	Var. setmanal	Acumulat 2023	Var. interanual
Tipus		(punts bàsics)				
Tipus 3 mesos	Zona euro (Euribor)	3,95	3,96	-1	182	195
	EUA (SOFR)	5,37	5,38	-1	78	87
Tipus 12 mesos	Zona euro (Euribor)	3,73	3,90	-18	43	86
	EUA (SOFR)	5,02	5,12	-10	15	16
Tipus 10 anys	Alemanya	2,28	2,36	-9	-16	34
	EUA	4,23	4,20	3	36	65
	Espanya	3,30	3,36	-6	-22	34
	Portugal	2,95	3,01	-6	-49	9
Prima de risc (10 anys)	Espanya	102	100	3	-6	0
	Portugal	67	65	3	-32	-25
Renda variable		(percentatge)				
S&P 500		4.604	4.595	0,2%	19,9%	17,0%
Euro Stoxx 50		4.523	4.419	2,4%	19,2%	14,7%
IBEX 35		10.223	10.141	0,8%	22,9%	23,3%
PSI 20		6.567	6.527	0,6%	14,7%	14,2%
MSCI emergents		975	982	-0,7%	1,9%	-0,3%
Divises		(percentatge)				
EUR/USD	dòlars per euro	1,076	1,088	-1,1%	0,5%	2,1%
EUR/GBP	lliures per euro	0,858	0,856	0,2%	-3,1%	-0,2%
USD/CNY	yuan per dòlar	7,170	7,129	0,6%	3,9%	3,0%
USD/MXN	peso per dòlar	17,347	17,188	0,9%	-11,0%	-12,2%
Matèries Primeres		(percentatge)				
Índex global		97,9	101,5	-3,6%	-13,2%	-12,4%
Brent a un mes	\$/barril	75,8	78,9	-3,9%	-11,7%	0,3%
Gas n. a un mes	€/MWh	38,6	43,5	-11,3%	-49,4%	-73,7%

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg.