

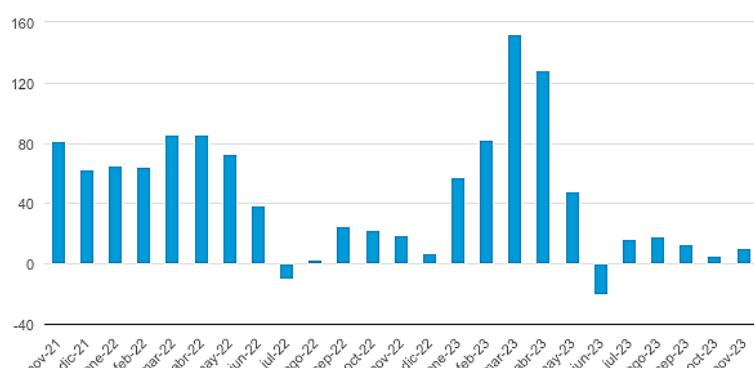
## Economía española

**Señales mixtas de actividad en España en el 4T.** En noviembre, el índice PMI para el sector servicios se mantuvo prácticamente sin cambios respecto al mes anterior (51,0 puntos vs. 51,1), si bien sigue por encima del umbral que marca crecimiento en el sector (50 puntos). Por su parte, en octubre, la producción industrial cayó un 0,5% intermensual (-1,5% interanual), resultado que se explica por el descenso generalizado por sectores, excepto el de energía. En contraposición, el sector turístico ha arrojado unos datos francamente buenos. Así, en octubre llegaron 8.178.091 turistas extranjeros que gastaron 10.308 millones de euros, lo que implica un aumento del 13,9% y del 24% interanual, respectivamente. Además, cuando los comparamos con el mismo mes de 2019, vemos que la llegada de turistas se sitúa un 7,8% por encima (-0,2% en septiembre) y el gasto, un 23,9% (16,6% en septiembre).

**El mercado laboral español mostró un buen comportamiento en noviembre, a pesar de la desaceleración de la actividad.** Si bien los afiliados a la Seguridad Social cayeron en noviembre como es habitual ante el inicio de la temporada baja en el sector turístico, el descenso es inferior a lo habitual en un mes de noviembre (-11.583 personas vs. -23.219 en media para un mes de noviembre entre 2014 y 2019) y, además, las cifras desestacionalizadas muestran que se sigue creando empleo: 10.348 trabajadores, duplicando el débil registro de octubre. Por su parte, el paro registrado se redujo en el mes en 24.573 personas, el primer descenso en cuatro meses; y en términos interanuales se registró un descenso del 5,1% en el número de parados, equivalente a una caída de 146.549 desempleados (véase la [Nota Breve](#)).

### España: afiliados a la Seguridad Social\*

Variación intermensual (miles)



Nota: \*Serie desestacionalizada.

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

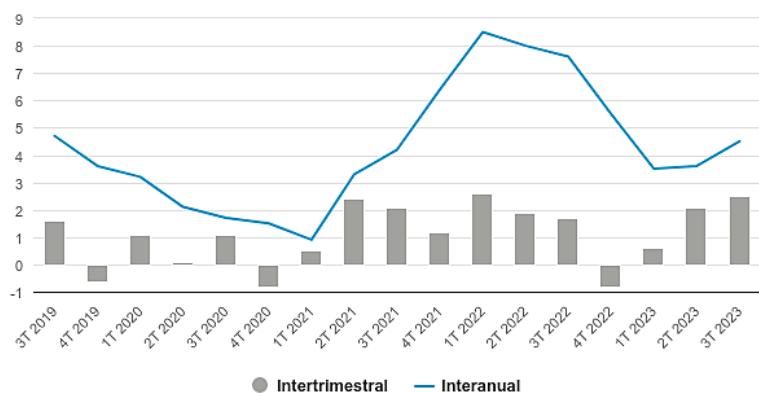
**Caída de la concesión de crédito a hogares y empresas en el acumulado hasta octubre.** Cabe destacar que la nueva producción de crédito a hogares volvió a crecer en el mes de octubre (+2,6% interanual), tras 10 meses de caídas consecutivas, lo que no evita que en términos acumulados del año registre un retroceso del 10,2% interanual. Así, por un lado, la nueva concesión de hipotecas moderó su caída en octubre por tercer mes consecutivo, hasta el 5,2% interanual (-18% en septiembre), y en el acumulado hasta octubre registra una caída del 20,3% interanual. Por el otro lado, el nuevo crédito con finalidad estrictamente de consumo aumentó un 10,7% interanual en octubre, gracias al menor uso de otros recursos para financiar los gastos de consumo de los hogares. En el acumulado del año, el importe del nuevo crédito al consumo ha aumentado un 7,9% interanual, volumen todavía inferior al de antes de la pandemia. En cuanto a las empresas, la nueva producción de crédito caía un 9,7% interanual en el acumulado hasta octubre.

**El precio de la vivienda en España acelera el paso.** Según datos de transacciones, el precio de la vivienda creció en el 3T 2023 un notable 2,5% intertrimestral, por encima del ya destacable aumento del 2,1% intertrimestral del 2T. En términos interanuales, en el 3T 2023 el precio de la vivienda aceleró su ritmo de crecimiento hasta el 4,5%, frente al 3,6% del trimestre anterior. El encarecimiento fue generalizado por segmentos de vivienda, aunque, como ya viene siendo habitual, el de obra nueva creció sustancialmente más que el de segunda mano (11% y 3,2% interanual, respectivamente). El precio de la vivienda ha mostrado una notable resiliencia en un entorno adverso caracterizado

por un fuerte aumento de los tipos, comportamiento que se debe, en gran parte, a una oferta insuficiente, lastrada por el bajo nivel de visados de obra nueva.

#### España: precio de la vivienda (transacción)

Variación (%)



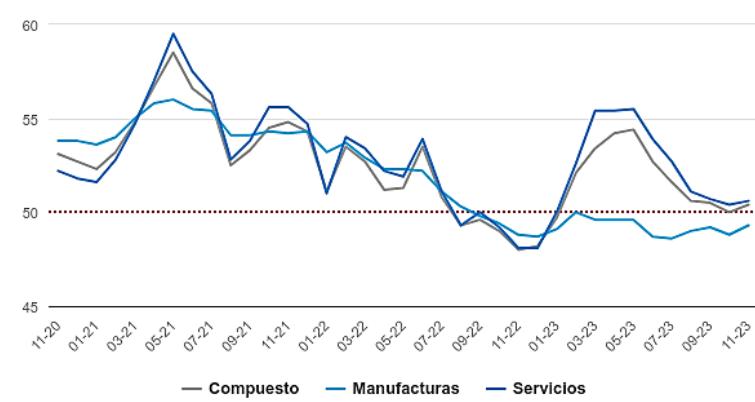
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

## Economía internacional

**La actividad mundial mejora marginalmente a medida que los nuevos pedidos se estabilizan.** El PMI compuesto de actividad global se situó en 50,4 puntos en noviembre, 4 décimas por encima del mes anterior. La ligera mejora del indicador fue reflejo de la estabilización de la demanda tras varios meses de deterioro, tanto en el sector servicios como en el manufacturero. Sin embargo, y a pesar de este aspecto, el indicador industrial global se mantuvo en el terreno de contracción (por debajo de los 50 puntos) por decimoquinto mes consecutivo. Por países, destaca la fortaleza que la actividad sigue mostrando en las economías emergentes, seguidas por EE. UU.; mientras que la actividad tanto en la eurozona como en Japón sigue desacelerándose.

#### Indicadores globales PMI

Nivel



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

**La economía de EE. UU. prosigue su paulatino aterrizaje con un mercado laboral aún muy dinámico.** La economía de EE. UU. creó más puestos de trabajo no agrícolas (*payrolls*) de los esperados en noviembre (199.000 frente a los 185.000 recogidos por el consenso de Bloomberg), principalmente en los sectores sanitario y de Administración pública. Además, la creación de empleo mostró un gran dinamismo incluso descontando los trabajadores que se reincorporaban tras las huelgas en el sector automovilístico. También la tasa de paro se redujo más de lo esperado por el consenso, hasta el 3,7%, con una tasa de participación que aumentó ligeramente; mientras que los salarios

mantuvieron su ritmo de crecimiento del 4% interanual de meses precedentes. Este mercado laboral tan robusto se está reflejando así mismo en las diferentes encuestas de confianza y clima conocidas en la semana, refrendando la idea de que el aterrizaje de la economía está siendo muy suave y gradual. Así, tanto el ISM (52,7) como el PMI (50,8) mostraron un sector servicios todavía en expansión en noviembre (por encima del umbral de 50), mientras que la salud del consumidor sigue sorprendiendo por su resiliencia, con un índice de confianza del consumidor de la universidad de Michigan que batió ampliamente las expectativas, gracias al dinamismo del mercado de trabajo y a unas menores expectativas para la inflación.

**La industria de la eurozona intensificaría su debilidad en el tramo final del año.** De hecho, en octubre, la producción industrial registra caídas más o menos abultadas en las grandes economías de la región, destacando negativamente Francia (-0,3% vs. -0,6% intermensual) y Alemania (-0,5% vs. -1,7%), en donde, además, el fuerte retroceso de los pedidos (-3,7% vs. 0,7%) no permite confiar en una recuperación de la industria germana a corto plazo. Por otro lado, los datos finales del PIB confirman que cayó un 0,1% intertrimestral en el 3T resultado que se explica, casi completamente, por unos inventarios que restaron 0,3 p. p. al crecimiento, en un contexto en el que tanto el consumo privado como el público crecieron un 0,3% intertrimestral, al tiempo que el sector exterior mostró una aportación nula al crecimiento. Esta caída de la actividad en el 3T, no obstante, se produce con un empleo creciendo un 0,2% intertrimestral y un 1,3% interanual, lo que afecta negativamente a la productividad del trabajo que, según Eurostat, cae un 1,2% en términos interanuales, frente a crecimientos en torno al 1,0% registrados antes de la pandemia. Este deterioro de la productividad se produce en un contexto de subida de los salarios: según el BCE, los salarios negociados crecieron en el 3T un 4,7% interanual (4,4% en el 2T), máximo desde el 1T 1993.

**En un entorno de debilidad de la demanda interna, las exportaciones de China se mantienen como el punto positivo del año.** En noviembre, las exportaciones de China subieron un 0,5%, mientras que las importaciones cayeron un 0,6% en términos interanuales. En conjunto, los datos disponibles del 4T para la economía china ponen de manifiesto dos tendencias recientes: por un lado, confirman la competitividad de las exportaciones chinas en un contexto de ralentización global y, por otro lado, subrayan las dificultades para «despegar» de la demanda interna, en un contexto de crisis de confianza, motivada, en parte, por el ajuste del sector inmobiliario. De hecho, la agencia de calificación crediticia Moody's revisó el *outlook* del país a negativo, citando, entre otros, los crecientes riesgos a las perspectivas de crecimiento a medio plazo en el país. Por último, la inflación cayó en noviembre hasta -0,5% (-0,2% anterior), mínimo en tres años.

#### China: comercio exterior de bienes\*

Variación interanual (%)



Nota: \*Variación obtenida a partir de datos nominales en dólares.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la aduana china.

**La economía brasileña siguió creciendo en el 3T.** El PIB de Brasil se expandió, fuera de todo pronóstico, un 0,1% intertrimestral (frente al 0,9% en el 2T) y un 2,0% en términos interanuales, entre julio y septiembre. La pérdida de fuerza del impulso del sector agrícola unido al impacto de las tasas de interés con doble dígito (actualmente se encuentran en el 12,25%) sobre la actividad fueron las principales razones de la ralentización del crecimiento económico. No obstante, el mejor comportamiento del sector industrial y la moderación de la inflación subyacente hacen pensar que, probablemente, el crecimiento del PIB se situó cerca del 3,0% en 2023.

## Mercados financieros

**Los bonos soberanos se toman un respiro mientras las bolsas extienden las ganancias.** El *driver* para los mercados durante la semana fueron los datos de empleo que se fueron publicando en EE. UU. La publicación de unos datos de vacantes de empleo JOLTS y de creación de empleo en el sector privado según la ADP algo más débiles de lo esperado seguía sosteniendo la hipótesis de aterrizaje suave en la economía de EE. UU., prolongando las tendencias que venían mostrando los mercados financieros: rentabilidades de deuda soberana cayendo, bolsas al alza, al tiempo que se descontaba una primera bajada de tipos en marzo a ambos lados del Atlántico. Sin embargo, el mercado se dio la vuelta, sobre todo en EE. UU., tras la publicación el viernes de unos datos de creación de empleo no agrícola más fuerte de lo esperado (véase la sección de Internacional). Así, la rentabilidad de la deuda pública estadounidense registró subidas generalizadas, aunque más acusadas en el 2 y 5 años, que le hicieron cerrar la semana con repuntes en TIR. También los bonos soberanos de la eurozona se contagaron ligeramente de este movimiento y registraron repuntes en su rentabilidad, que no impidieron que registrasen caídas en el cómputo semanal. Junto con la subida de TIR, se ajustaron las expectativas de recortes de tipos de interés, de manera que si hace una semana los mercados asignaban probabilidades del 70% a una primera bajada de la Fed en marzo, ahora la recortan al 45%, mientras que se mantienen en torno al 55% para el BCE. También el dólar capitalizó esos repuntes de tipos, apreciándose frente a sus principales pares, tras semanas de debilidad. Por otro lado, las bolsas sí mantuvieron la senda alcista ante la expectativa de un aterrizaje paulatino de la economía y un BCE más *dovish*, destacando el avance del DAX alemán (que tocó máximos históricos) y del CAC 40. En los mercados de materias primas, el precio de la referencia de petróleo Brent cayó de manera sostenida hasta tocar los 75 dólares/barril ante un creciente nerviosismo sobre una debilidad de la demanda mundial, si bien el dato de desempleo en EE. UU. le dio algo de soporte al final de semana para contener las pérdidas.

**BCE y Fed, ¿cuán cautelosos y optimistas con la inflación?** El 13 y 14 de diciembre, Fed y BCE tienen sus respectivas últimas reuniones del año 2023, en las que no esperamos cambios en los tipos de interés (la Fed mantendrá el intervalo 5,25%-5,50% y el BCE reiterará el *depo* y el *refi* en el 4,00% y 4,50%, respectivamente). Sin embargo, tras unos últimos datos de inflación por debajo de lo esperado, tanto en EE. UU. como en la eurozona, las expectativas de los inversores sí han cambiado, y lo han hecho significativamente, con unos mercados monetarios que, a ambos lados del Atlántico, apuntan a un primer recorte de tipos ya en primavera y rebajas sustanciales (superiores a los 100 p. b.) a lo largo de todo 2024. Por el momento, pensamos que tanto Fed como BCE optarán por la cautela en su lucha contra la inflación y reiterarán la intención de mantener una política persistentemente restrictiva (nuestro cuadro de previsiones no contempla recortes hasta mitad de año en EE. UU. y hasta el 3T 2024 en la eurozona). Pero las reuniones del 13 y 14 de diciembre serán importantes para tomar la temperatura de los bancos centrales, tanto por las revisiones en sus respectivos cuadros de previsiones (con probables rebajas en la inflación prevista para 2024) como por el reto de gestionar el desajuste entre las expectativas de bajadas que cotizan los mercados financieros y la comunicación oficial de «política monetaria restrictiva por un buen tiempo» que mantienen ambos bancos centrales.

|                              |                    | 8-12-23 | 1-12-23 | Var. semanal | Acumulado 2023 | Var. interanual |
|------------------------------|--------------------|---------|---------|--------------|----------------|-----------------|
| <b>Tipos</b>                 |                    |         |         |              |                |                 |
| Tipos 3 meses                | Eurozona (Euribor) | 3,95    | 3,96    | -1           | 182            | 195             |
|                              | EE. UU. (SOFR)     | 5,37    | 5,38    | -1           | 78             | 87              |
| <b>Tipos 12 meses</b>        |                    |         |         |              |                |                 |
|                              | Eurozona (Euribor) | 3,73    | 3,90    | -18          | 43             | 86              |
|                              | EE. UU. (SOFR)     | 5,02    | 5,12    | -10          | 15             | 16              |
| <b>Tipos 10 años</b>         |                    |         |         |              |                |                 |
|                              | Alemania           | 2,28    | 2,36    | -9           | -16            | 34              |
|                              | EE. UU.            | 4,23    | 4,20    | 3            | 36             | 65              |
|                              | España             | 3,30    | 3,36    | -6           | -22            | 34              |
|                              | Portugal           | 2,95    | 3,01    | -6           | -49            | 9               |
| Prima de riesgo<br>(10 años) | España             | 102     | 100     | 3            | -6             | 0               |
|                              | Portugal           | 67      | 65      | 3            | -32            | -25             |
| <b>Renta variable</b>        |                    |         |         |              |                |                 |
| 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 emergentes              |                    | 975     | 982     | -0,7%        | 1,9%           | -0,3%           |
| <b>Divisas</b>               |                    |         |         |              |                |                 |
| EUR/USD                      | dólares por euro   | 1.076   | 1.088   | -1,1%        | 0,5%           | 2,1%            |
| EUR/GBP                      | libras por euro    | 0,858   | 0,856   | 0,2%         | -3,1%          | -0,2%           |
| USD/CNY                      | yuanes por dólar   | 7.170   | 7.129   | 0,6%         | 3,9%           | 3,0%            |
| USD/MXN                      | pesos por dólar    | 17.347  | 17.188  | 0,9%         | -11,0%         | -12,2%          |
| <b>Materias Primas</b>       |                    |         |         |              |                |                 |
| Índice 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%          |

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