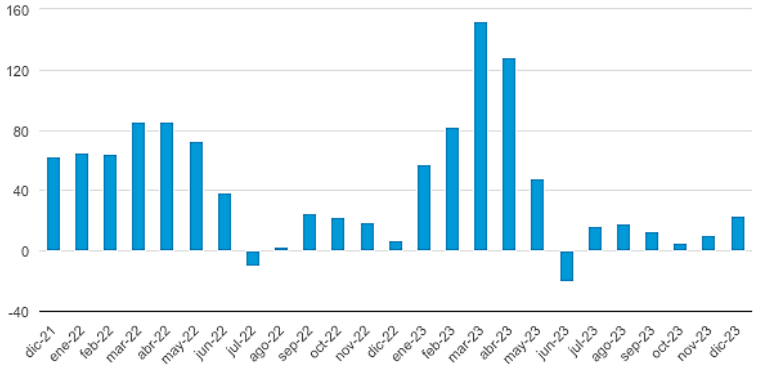
Economía española

Mejora de los indicadores de actividad en España en el tramo final del año. En diciembre, el índice PMI para el sector servicios aumentó 0,5 puntos hasta alcanzar los 51,5 puntos, máximo desde julio, consolidándose en zona de expansión (por encima de 50 puntos). En contraposición, el PMI para el sector manufacturero se mantuvo estable y en referencias compatibles con caídas de la actividad (46,2 *vs.* 46,3). Por su parte, en noviembre, la producción industrial avanzó un 1% intermensual y situó el crecimiento del promedio de octubre y noviembre respecto al trimestre anterior en el 0,6% (en el 3T, cayó un 0,3% t/t). Asimismo, las ventas minoristas de noviembre avanzaron un 0,9% intermensual, con aumentos generalizados en todos los componentes. También las ventas interiores de las grandes empresas fueron bastante positivas en noviembre (1,3% intermensual), gracias al dinamismo de las ventas de bienes de capital (+3,7% m/m) y bienes intermedios (+2,0% m/m), que más que compensaron el bache de las ventas de bienes de consumo (–2,3% m/m). Finalmente, el sector turístico sigue arrojando muy buenos datos. En noviembre, llegaron 5,14 millones de turistas extranjeros que gastaron 6.653 millones de euros, lo que representa un crecimiento del 18,6% y del 23,6% interanual. Tras los buenos datos de noviembre, ya se superan en un 10,5% y un 31,4%, respectivamente, los niveles de noviembre de 2019. Estos resultados apuntan a un 4T muy positivo para el turismo, teniendo en cuenta que, en el 3T, la llegada de turistas y el gasto tan solo se situaron un 0,7% y un 16% por encima del mismo periodo de 2019, respectivamente.

El empleo en España cerró 2023 con un buen tono. La afiliación a la Seguridad Social aumentó en diciembre en 29.937 personas, cifra superior a la del mismo mes de 2022 (12.640), y en términos desestacionalizados la subida mensual ascendió a 23.287 afiliados, que mejoró los resultados de octubre y noviembre (+7.714 de media). De este modo, en el conjunto del 4T, el crecimiento trimestral de los afiliados se situó en el 0,2% en términos desestacionalizados, un registro similar al del trimestre anterior. El balance del ejercicio 2023 en términos de creación de empleo fue muy positivo, con un aumento a finales de año de 540.000 afiliados, un 2,7% más que el año previo.

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles)



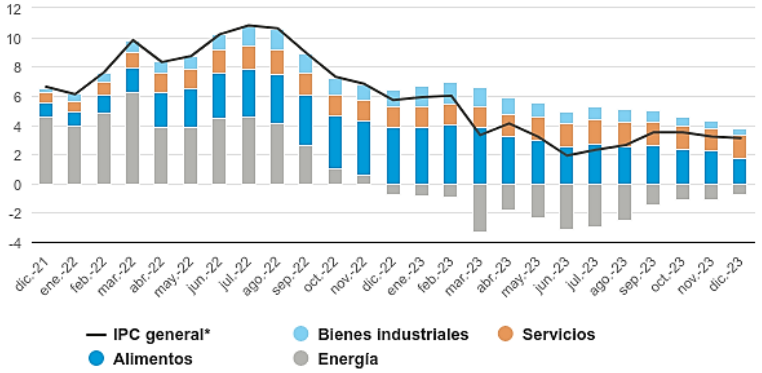
Nota: *Serie desestacionalizada.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del MITES.

Se publica la estrategia del Tesoro español para 2024. Se anuncia que la emisión neta prevista para este año es de 55.000 millones de euros y que será cubierta, íntegramente, mediante instrumentos de medio y largo plazo. Se trata de una cantidad inferior a los 65.000 millones de 2023. Por su parte, la emisión bruta de deuda a medio y largo plazo, que añade las amortizaciones previstas, se elevará a 173.100 millones de euros, un 3,3% más que en 2023. De todas formas, se espera que el aumento del coste medio de la deuda sea limitado: el pago de intereses supondría un 2,5% del PIB en 2024, frente al 2,4% de 2023. Cabe destacar que, tan solo un día después de presentar su estrategia de financiación, el Tesoro captó 15.000 millones de euros con la emisión de un bono a 10 años, que tuvo una demanda que superó los 138.000 millones de euros, cifra récord para una emisión soberana en euros. Ello pone de manifiesto que el apetito de los inversores por la deuda española sigue siendo muy elevado.

La inflación termina el año en el 3,1%. También destaca el notable descenso de la tasa de inflación subyacente, que se situó en el 3,8%, 0,7 p. p. por debajo del registro de noviembre. Destaca, sobre todo, la contención en el crecimiento

de los precios de los alimentos, cuya inflación bajó 2 p. p. hasta el 6,6% interanual. Asimismo, el descenso en los precios de la electricidad dio lugar a una intensificación de las caídas en el componente energético (–17,3% interanual *vs.* –13,6% en noviembre). Por su parte, la inflación núcleo, que excluye el precio de la energía y de los alimentos, descendió 0,2 p. p. respecto a noviembre y se situó en el 3,2% interanual. Ello fue resultado, principalmente, de la moderación de la inflación de los bienes industriales, que se situó en el 1,7%, 0,5 p. p. menos que en noviembre

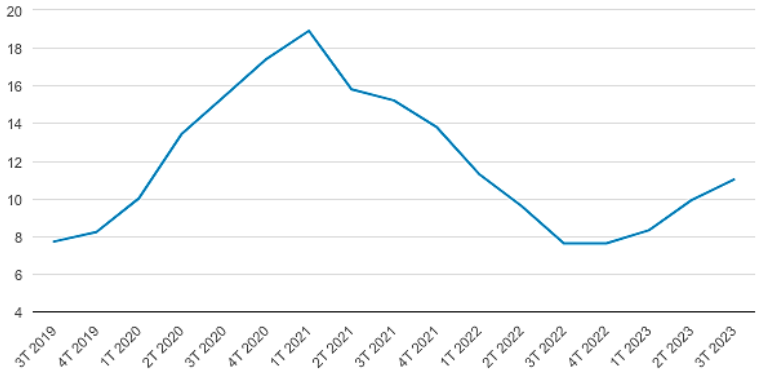
España: contribución a la inflación por componentes
(p. p.)



Nota: *Variación interanual.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

La renta de los hogares mantiene un ritmo de crecimiento elevado a nivel agregado. En concreto, la renta bruta disponible de los hogares creció un destacable 10,6% interanual en el 3T, mientras que el gasto en consumo final avanzó un 4,5%. Como resultado, la tasa de ahorro aumentó hasta el 11,0% (dato acumulado de cuatro trimestres), lo que supone un aumento de 1,1 p. p. respecto al 2T 2023. Además, el dato se sitúa claramente por encima del promedio registrado entre 2015 y 2019 (6,8%). Todo ello permite confiar en que, gracias a este colchón, el consumo de los hogares podrá seguir creciendo en los próximos trimestres y se mantendrá como un importante factor de apoyo para el conjunto de la economía española.

España: tasa de ahorro*
(% de la renta bruta disponible)

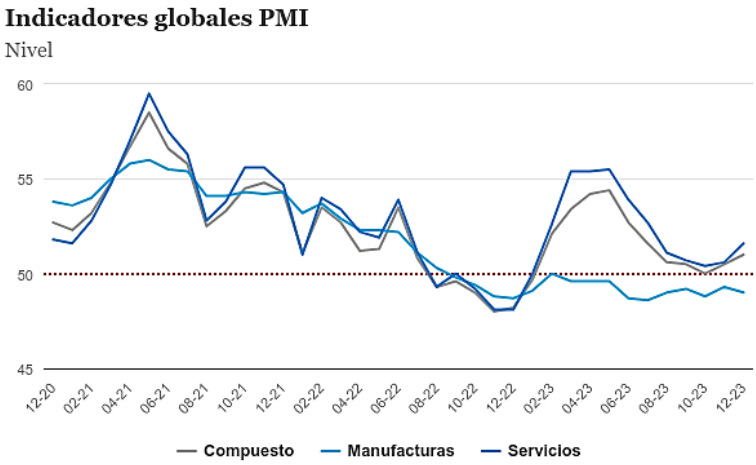


Nota: *Acumulado de 4 trimestres.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Los hogares y empresas españolas han continuado reduciendo su deuda en porcentaje del PIB. En el 3T 2023, la deuda de las sociedades no financieras (en términos nominales y no consolidada) se redujo en 4.500 millones respecto al 2T (–0,4%), mientras que la deuda de los hogares anotó una caída de 14.860 millones (–2,1%). En porcentaje de PIB, las ratios de endeudamiento, tanto de hogares como de empresas, se moderaron. En particular, la deuda de las empresas se situó en el 83,3% del PIB (−1,7 p. p. respecto al 2T), ratio similar a la de mediados de 2003 e inferior en 12,8 p. p. al promedio de la eurozona. Por su parte, la deuda de los hogares se situó en el 48,0% del PIB (−1,9 p. p. respecto al 2T), similar al de principios de 2002 e inferior en 6,4 p. p. al promedio de la eurozona.

Economía internacional

La actividad mundial cierra 2023 prácticamente estancada y acusa la debilidad del sector industrial. En efecto, el PMI manufacturero para el agregado de la economía mundial cayó en diciembre (49,0 *vs.* 49,3) y se consolidó en referencias inferiores a 50, umbral que apunta a crecimientos positivos. La situación de la industria es especialmente delicada en las economías desarrolladas (47,0 *vs.* 47,7; en clara recesión), mientras que en las emergentes resiste, aunque claramente debilitada (se mantuvo en diciembre en el 50,9). Por su parte, el PMI para el sector servicios apunta a un cierre de año con un modesto repunte en la actividad mundial (51,6 *vs.* 50,6), gracias, sobre todo, al renovado impulso en las economías emergentes (53,8 *vs.* 52,2). En consecuencia, el PMI refleja que la actividad del conjunto de la economía mundial apenas creció en diciembre (51,0 *vs.* 50,5), muy afectada por la debilidad que arrastran las desarrolladas (49,8 *vs.* 49,6) en un contexto de relativa resistencia de las emergentes (53,1 *vs.* 52,0).

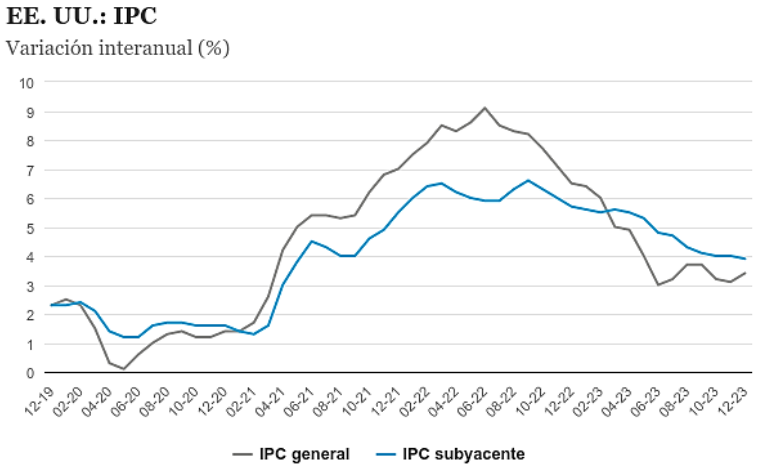


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

La eurozona afronta un 4T de evidente debilidad. De hecho, el comportamiento de los principales indicadores de clima industrial y de opinión hasta diciembre no permiten descartar completamente la posibilidad de una nueva recaída del PIB en el 4T. De un lado, el PMI de diciembre, pese a revisarse al alza, siguió instalado claramente por debajo del umbral de 50, que indica crecimientos positivos de la actividad (47,6 *vs.* 47,6 en noviembre). De otro, el índice de sentimiento económico de la Comisión (ISE), aunque subió en diciembre a máximos de los últimos ocho meses (96,4 *vs.* 94), permanece desde julio de 2022 por debajo del umbral de 100, que indica crecimiento. La nota positiva la pone el mercado de trabajo, que sigue haciendo gala de una notable resistencia, con una tasa de paro en el conjunto de la eurozona que, en noviembre, cayó 0,1 p. p., hasta un nuevo mínimo del 6,4%. Buena parte de esta debilidad que muestra la eurozona se debe a la delicada situación por la que atraviesa Alemania, la economía que concentra las peores perspectivas: en noviembre, la producción industrial alemana cayó un 0,7% intermensual (*vs.* –0,3% en octubre); los pedidos apenas se recuperaron de la sustancial caída del mes previo y registraron un crecimiento del 0,3%, tras retroceder un 3,8 en octubre; las ventas minoristas cayeron con fuerza (–2,5% *vs.* 1,3%), y las exportaciones son casi un 5,0% inferiores a las de un año antes.

Pese al repunte de la inflación en EE. UU., la tendencia de medio plazo sigue siendo de descenso gradual. De hecho, en diciembre la inflación subió 0,3 p. p. hasta el 3,4% interanual debido, principalmente, al aumento de los precios de la energía y de los alquileres (+0,3% y +0,5% intermensual desestacionalizado, respectivamente). La inflación núcleo, por su parte, se moderó 0,1 p. p. hasta el 3,9%. En este sentido, las dinámicas subyacentes de los precios continúan siendo positivas y prevemos que la inflación pueda situarse cerca del 2% en 2024. Ejemplos de estas dinámicas positivas serían el 62% de los componentes de la cesta que exhiben un *momentum* inferior al 2,5% o los diversos indicadores del mercado de alquiler de vivienda que apuntan a que *shelter*, con un peso del 35% en la cesta, debería mostrar una marcada desinflación en esta primera mitad de año. En cuanto al mercado laboral, en diciembre se crearon 216.000 puestos de trabajo (472.000 en promedio en 2023) y la tasa de paro cerró el año en el 3,7%, algo por

encima de como lo arrancó (3,4%). Y es que el mercado laboral sigue ajustándose, tal y como sugiere el componente de empleo de la encuesta del sector servicios del ISM, que descendió en diciembre de los 50,7 puntos hasta los 43,3 (véase la Nota Breve).



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

China cierra un 4T de «menos a más» gracias a la reactivación del sector servicios. Así, el PMI Caixin subió en diciembre a su nivel más elevado desde mayo (52,6 *vs.* 51,6) gracias al renovado dinamismo del sector servicios (52,9 *vs.* 51,6), mientras que la actividad en el sector manufacturero prácticamente se mantuvo (50,8 *vs.* 50,7). Una lectura similar se extrae del PMI estatal de diciembre, aunque la señal del indicador oficial apunta a crecimientos más modestos para el conjunto de la economía (50,3 *vs.* 50,4), debido a que el tímido aumento de la actividad en el sector servicios (50,4 *vs.* 50,2) no pudo compensar el deterioro del sector industrial (49,0 *vs,* 49,4). Por otro lado, la estrategia de bajadas de precios en los coches exportados para ganar cuota de mercado está impulsando las exportaciones totales chinas: en diciembre, las ventas al exterior en términos nominales crecieron un 2,3% interanual (0,5% anterior), con unas importaciones que no lograron recuperarse de la caída del mes previo (+0,2% interanual *vs.* –0,6%). Por último, el menor ritmo de caída interanual de los precios de los alimentos y de la energía ha aliviado el escenario de deflación, tanto en los precios al consumo (–0,3% *vs.* –0,5%) como en los de producción (–2,7% *vs.* –3,0%).

Mercados financieros

El dato de inflación en EE. UU., clave para los mercados. Los mercados tenían el foco puesto en el dato de inflación de EE. UU. (véase Economía internacional), que finalmente mostró un mensaje algo ambiguo (ligeramente por encima de lo esperado, aunque confirmando la muy paulatina desinflación hacia el objetivo del 2%) que dejaba al mercado sin una dirección clara a cierre de semana. Así, tras un comienzo de año en el que los tipos soberanos repuntaron de manera generalizada, reajustando levemente el fuerte descenso registrado desde noviembre, el comportamiento en esta segunda semana del año fue más mixto por geografías, con caídas en los *treasuries* estadounidenses, repuntes en la rentabilidad de la deuda alemana y estrechamiento de diferenciales en la eurozona. Correlativamente, tampoco los implícitos del mercado monetario registraron grandes movimientos, que continúan descontando una primera bajada de tipos de la Fed en marzo y para el BCE, en abril. En los mercados bursátiles el buen comportamiento de las compañías de mayor capitalización en EE. UU. permitió avances semanales de los principales índices, mientras que las bolsas europeas cerraron con mayor debilidad y ligeras pérdidas. Destacaron en la semana las ganancias de las acciones japonesas, con el índice Nikkei 225 en máximos de más de 30 años, después de que los datos de crecimiento salarial en noviembre resultasen por debajo de lo esperado, relajando las expectativas de los inversores de un pronto endurecimiento monetario del BoJ y debilitando al yen, que se depreció ligeramente frente al dólar en la semana. En cuanto al resto de las divisas, el euro registró una leve apreciación frente al dólar, tras depreciarse en la primera semana del año. Por último, en cuanto a los mercados de materias primas, destaca la fuerte caída de más del 10% del TTF holandés, referencia europea de gas natural, al mejorar la previsión meteorológica para el resto del invierno.

		11-1-24	5-1-24	Var. semanal	Acumulado 2024	Var. interanual
Tipos					(puntos básicos)	
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,94	3,94	1	3	165
	EE. UU. (SOFR)	5,31	5,33	-2	-2	65
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	3,65	3,58	+7	14	33
	EE. UU. (SOFR)	4,80	4,85	-5	3	-7
Tipos 2 años	Alemania	2,63	2,57	+6	23	7
	EE. UU.	4,25	4,38	-13	0	11
Tipos 10 años	Alemania	2,24	2,16	8	29	8
	EE. UU.	3,97	4,05	-8	9	53
	España	3,15	3,15	0	25	1
	Portugal	2,82	2,81	1	27	-25
Prima de riesgo (10 años)	España	92	100	-8	-4	-7
	Portugal	59	65	-7	-2	-33
Renta variable					(porcentaje)	
S&P 500		4.780	4.697	1,8%	0,2%	20,0%
Euro Stoxx 50		4.442	4.464	-0,5%	-1,8%	7,6%
IBEX 35		10.005	10.165	-1,6%	-0,8%	13,3%
PSI 20		6.590	6.534	0,9%	3,0%	9,1%
MSCI emergentes		995	1.002	-0,7%	-2,8%	-2,3%
Divisas					(porcentaje)	
EUR/USD	dólares por euro	1,097	1,094	0,3%	-0,6%	1,1%
EUR/GBP	libras por euro	0,860	0,860	-0,1%	-0,8%	-3,3%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,167	7,147	0,3%	0,9%	6,5%
USD/MXN	pesos por dólar	16,913	16,879	0,2%	-0,3%	-10,2%
Materias Primas					(porcentaje)	
Índice global		97,7	98,6	-1,0%	-1,0%	-12,0%
Brent a un mes	$/barril	77,4	78,8	-1,7%	0,5%	-7,9%
Gas n. a un mes	€/MWh	30,8	34,6	-10,8%	-4,7%	-53,9%

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.