

El Cercle d'Economia, juntamente con CaixaBank Research, os ofrece cada mes un breve análisis de la situación económica global.

Las claves económicas del mes de Diciembre 2023

2023 se despide con un poco de optimismo

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

Vuelve el optimismo a los mercados. De agosto a octubre, los movimientos de los mercados estuvieron dominados por el mantenimiento de la política monetaria restrictiva, una inflación persistentemente por encima del objetivo del 2%, y la expectativa del *higher for longer*. Todo ello lastró las bolsas e impulsó las rentabilidades soberanas. Sin embargo, los últimos datos apuntan a un aterrizaje suave de las economías y a una moderación de la inflación más rápida de lo previsto, lo que ha propiciado un importante cambio de rumbo en los mercados durante el mes de noviembre. Así, en noviembre, los inversores mostraron un tono *risk-on*, impulsando ganancias en las bolsas, recortes en las rentabilidades de deuda soberana y un debilitamiento del dólar frente a las principales divisas.

Los bancos centrales dejan de subir tipos y los mercados especulan con las primeras bajadas. En las reuniones de octubre los principales bancos centrales mantuvieron sin cambios los tipos de interés y se colocaron en modo pausa tras dos años de aumentos de tipos de manera sostenida en lo que ha sido uno de los ciclos de endurecimiento de la política monetaria más agresivos de las últimas décadas. Los

mercados han interpretado esta pausa como el fin del ciclo de subidas a ambos lados del Atlántico, una visión que compartimos desde CaixaBank Research. Con todo, diversos miembros de los principales bancos centrales recalcaron numerosas veces durante el mes que todavía queda camino por recorrer para llegar al objetivo de inflación, enfatizando que su estrategia pasa ahora por mantener la política monetaria en una posición restrictiva por un buen tiempo. Pero, a pesar de estos mensajes, en noviembre los mercados endurecieron sus expectativas sobre los recortes de tipos para 2024, animados por el descenso de los últimos datos de inflación. En concreto, en el caso de la Fed, a cierre de noviembre las expectativas de los inversores avanzaron su previsión del primer recorte a marzo de 2024 y proyectaban recortes acumulados de -115 p. b. en el conjunto del año (en octubre apuntaban a junio para el primer recorte y bajadas acumuladas de 65 p. b.). Respecto al BCE, los implícitos de mercado anticiparon su primer recorte hasta marzo (ant., abril), con la expectativa de bajadas de 120 p. b. en el acumulado de 2024 (ant., 85 p. b.).

Las rentabilidades de los bonos soberanos registran su peor mes en años.

Estas expectativas de un pivoteo en la política monetaria más pronto que tarde en 2024 se tradujeron en un *rally* importante en la deuda soberana durante el mes de noviembre. Los tipos soberanos a 10 años acumularon caídas de más de 60 p. b. en EE. UU. y más de 40 p. b. en Alemania, los mayores movimientos desde 2011 en el caso americano y desde 2021 en el alemán, deshaciendo gran parte de las subidas de la segunda mitad del año. Estas dinámicas se han intensificado durante las primeras semanas de diciembre. En este contexto, las economías europeas periféricas estrecharon sus primas de riesgo al ver caídas aún más pronunciadas que las del núcleo, con el impulso adicional de Italia tras la confirmación del *rating* soberano por parte de las agencias de calificación crediticia Moody's y Fitch.

EE. UU., crónica de una desaceleración que se resiste a llegar. El impacto de las subidas de tipos realizadas por la Fed (525 p. b. desde febrero de 2022) no termina de visualizarse en los agregados macroeconómicos. De hecho, en el 3T el PIB estadounidense todavía crecía un robusto 1,3% intertrimestral (más del doble que en el primer semestre), gracias al dinamismo del consumo privado. Sin embargo, esta longeva

resiliencia podría estar llegando a su fin: en el 4T, distintos *trackers* sugieren que el ritmo de avance del PIB se frenaría y se situaría alrededor del 0,5% intertrimestral. Si bien la economía americana parece estar consiguiendo un aterrizaje suave, no se puede descartar que durante la primera mitad de 2024 el ritmo de crecimiento sea modesto. Los indicadores disponibles apuntan en esta dirección. Así, en octubre las ventas minoristas y la producción industrial cayeron un -0,1% y -0,6% intermensual, respectivamente, al tiempo que los indicadores de clima industrial y confianza enfrían la posibilidad de un rebote. El ISM se reafirmó en octubre en valores compatibles con caídas en el sector manufacturero y confirmó el agotamiento del sector servicios. Por su parte, la inflación acentuó en octubre su descenso, sobre todo la general, que descendió hasta el 3,2%. Las evidencias desinflacionistas también se observan en otros indicadores que sugieren, en conjunto, que se podría alcanzar el objetivo de la Fed del 2,0% en el segundo semestre de 2024.

La eurozona sigue débil, pero no derrotada. El PIB de la eurozona retrocedió un -0,1% intertrimestral en el 3T y los últimos indicadores apuntan a que el tono de la actividad sigue sin recuperarse, aunque tampoco parece que esté empeorando. La consolidación del indicador de clima empresarial PMI en noviembre por debajo del umbral de 50 por sexto mes consecutivo sugiere que el PIB podría volver a retroceder de forma moderada en el tramo final del año, un mensaje que comparte el Índice de sentimiento económico de la Comisión Europea. En este contexto de estancamiento económico, la moderación de la inflación se intensificó en noviembre, tanto la general, que descendió hasta el 2,4%, como la núcleo, que se situó en el 3,6%. De hecho, la inflación general bajó hasta mínimos del verano de 2021 y la núcleo marcó mínimos desde la primavera de 2022. La moderación de la inflación fue generalizada entre las grandes economías, y el análisis de las tendencias de fondo sugiere que la contención de las presiones inflacionistas se podría consolidar en los próximos trimestres.

La economía española cierra un 2023 mejor de lo previsto y encara un 2024 que debería ir de menos a más. Hace un año, los pronósticos para nuestra economía no eran precisamente halagüeños. El consenso de analistas presagiaba un crecimiento del PIB inferior al 1% para 2023, en el 0,8% concretamente, y no descartaba que en algún

trimestre se anotara un retroceso de la actividad. Afortunadamente, estos pronósticos no se cumplieron y todo apunta a que el año cerrará con un destacable crecimiento del 2,4%, gracias, en gran parte, a que la crisis energética se disipó con más rapidez de la que se esperaba y al fuerte impulso del sector exterior. Con todo, el fuerte aumento acumulado de los tipos de interés desde julio de 2022, de 450 puntos básicos, hace prever que la economía empiece el 2024 arrastrando los pies. La rapidez e intensidad con la que el Banco Central Europeo ha tenido que subir los tipos se ha ido reflejando en las revisiones de las previsiones de los analistas para 2024. Así, si a principios de 2023 el consenso de analistas preveía un crecimiento del PIB para 2024 cercano al 2%, en noviembre de 2023 lo sitúa en el 1,3%. Sin embargo, aunque el impacto de la subida de tipos de interés será importante, la economía española seguirá disponiendo de elementos de apoyo que le permitirán seguir creciendo, aunque a un ritmo menor. Destacan, en particular, la fortaleza del mercado laboral, que cimienta la confianza y la evolución de los ingresos de los hogares, y el apoyo de los fondos europeos.

El ritmo de crecimiento sigue siendo positivo, pero moderado, en el tramo final del año. El índice PMI para el sector servicios registró un promedio de 51,1 puntos entre octubre y noviembre, una cifra muy similar a la del 3T y ligeramente por encima del umbral que marca crecimiento. En contraposición, el indicador homólogo para el sector manufacturero se debilitó ligeramente y registró un promedio de 45,7 puntos en lo que llevamos del trimestre, por debajo de los 47,3 puntos del trimestre anterior. Por su parte, la producción industrial, hasta octubre, crece un 0,1% con respecto al promedio del trimestre anterior (-0,6% intertrimestral en el 3T) y las ventas minoristas, también hasta octubre, se mantienen planas en términos intertrimestrales. Dentro del conjunto de indicadores de consumo, destaca el segmento de los bienes duraderos, en particular el aumento de las matriculaciones de vehículos del 6,5% intertrimestral con datos hasta noviembre, frente al aumento del 4,8% del trimestre anterior. Asimismo, el indicador de consumo de CaixaBank Research, basado en datos de tarjetas, muestra un repunte del gasto en noviembre, con un crecimiento que se sitúa en el 7,0% interanual, por encima del 5,5% registrado en el 3T. Así, con sus matices, el cuadro de indicadores apunta a un ritmo de crecimiento en el tramo final del año que podría situarse alrededor del 0,3%, el mismo registro que en el 3T.

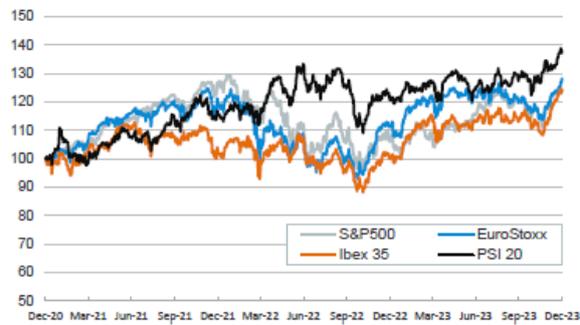
La inflación sigue dando señales de moderación. Tras el repunte del tercer trimestre, tanto en octubre como en noviembre se han visto señales de moderación de la inflación. Así, en octubre frenó su tendencia al alza y se estabilizó en el 3,5%, y en noviembre disminuyó 0,3 p. p. hasta emplazarse en el 3,2%. Si bien estos datos se deben, en parte, a que los precios del petróleo se han suavizado (el precio del Brent cotiza en torno a los 75\$/barril frente a los 95\$/barril de finales de septiembre), no todo se puede atribuir a este producto. Así, la inflación subyacente, que excluye el componente energético y los alimentos no procesados, también ha mostrado una marcada tendencia de moderación, y en noviembre se situó en el 4,5%, tras registrar un 5,2% en octubre y un 5,8% en septiembre. Asimismo, analizando el *momentum* de la inflación subyacente, una medida que refleja de mejor manera las presiones recientes en los precios, vemos que en noviembre se situó en el 2,8%, lo cual apuntaría a que la senda descendente se mantendrá los próximos meses.

Oriol Aspachs
Diciembre de 2023

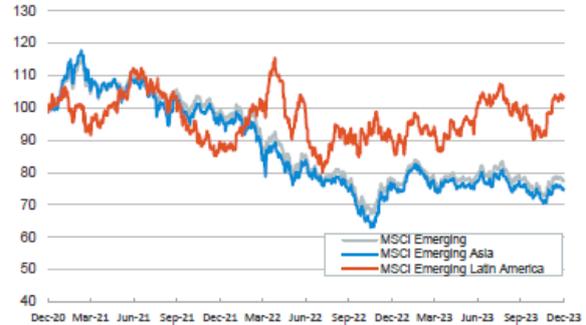
Con la colaboración de:



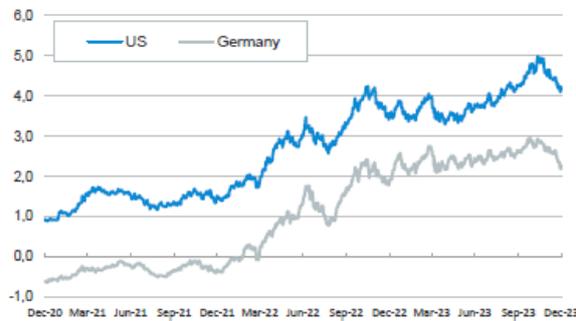
Main advanced stock markets
Index (100=Three years ago)



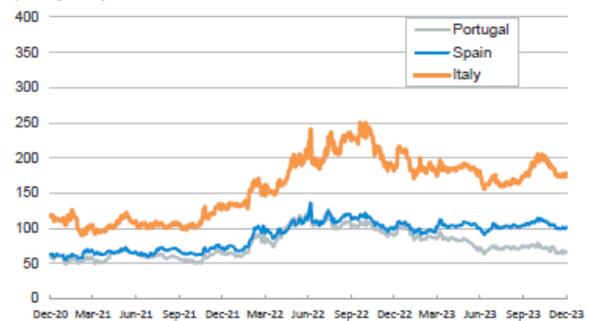
Emerging economies stock markets
Index (100=Three years ago)



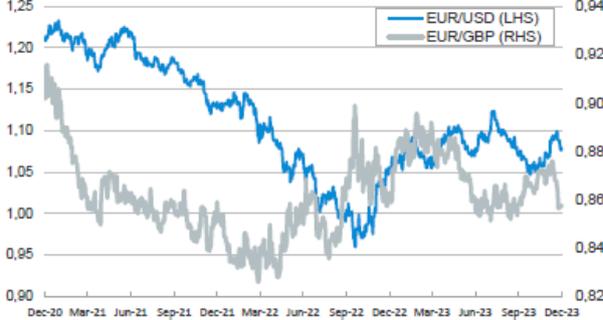
Yield on 10-year public debt: U.S. and Germany
(%)



Risk Premium on 10-year debt: Italy, Spain, and Portugal
(basis points)



Exchange rate: Advanced-economy currencies
(Dollars per euro)



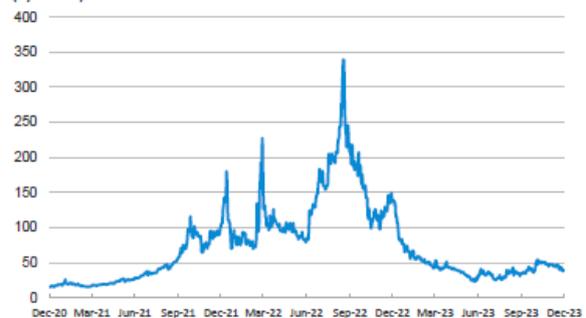
Exchange rate: Emerging economies Index
Index (100=Three years ago)



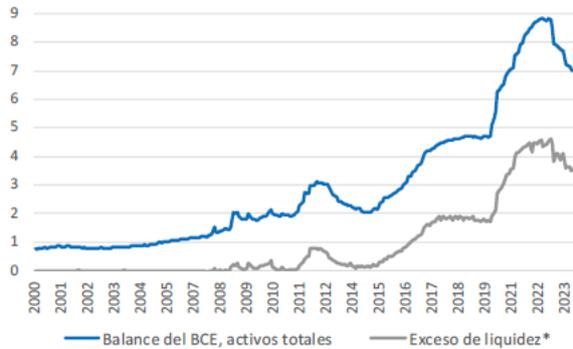
Brent oil price
(US\$/barrel)



Dutch TTF Natural gas price
(€/MWh)

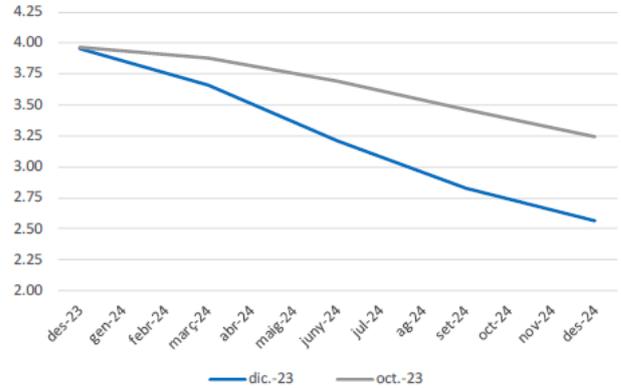


Balance del BCE y liquidez (billones de euros)



Nota: *Depósitos en la facilidad de depósitos más exceso de reservas menos uso de la facilidad marginal de crédito.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



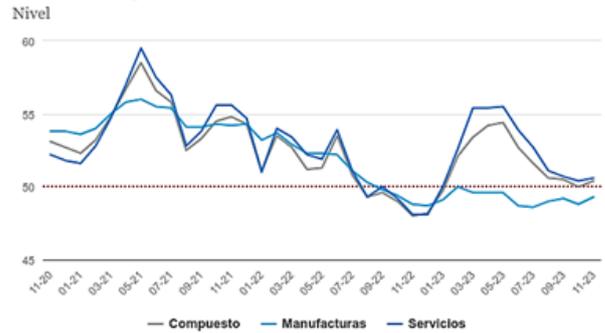
Nota: *Futuros del euribor a 3 meses.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

Previsiones de crecimiento para 2024 del PIB mundial (%)



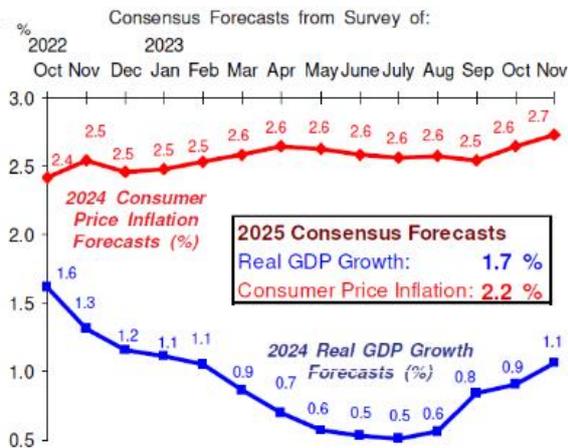
Fuente: CaixaBank Research, a partir las previsiones del consenso de analistas publicadas por Reuters.

Indicadores globales PMI

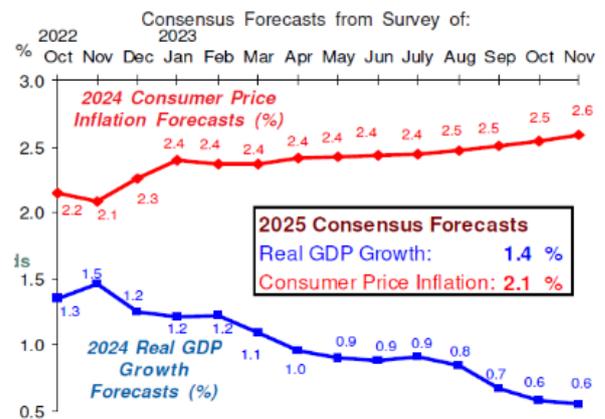


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

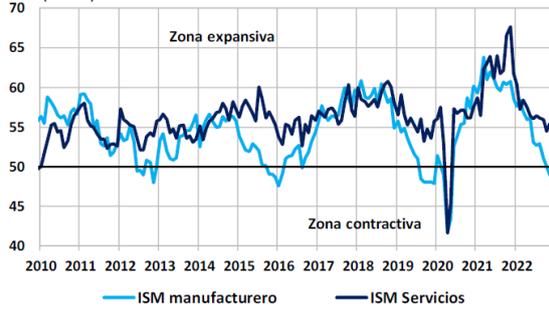
EE.UU: evolución de las previsiones de inflación y crecimiento



Eurozona: evolución de las previsiones de inflación y crecimiento

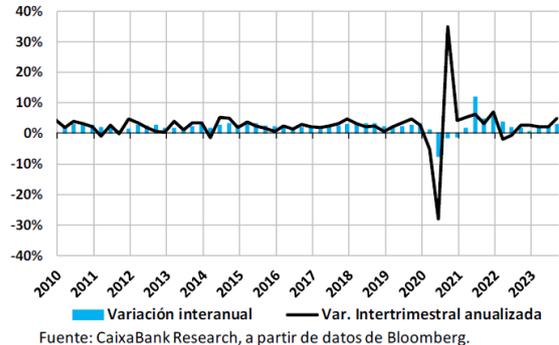


EE. UU.: índices de sentimiento empresarial (índice)



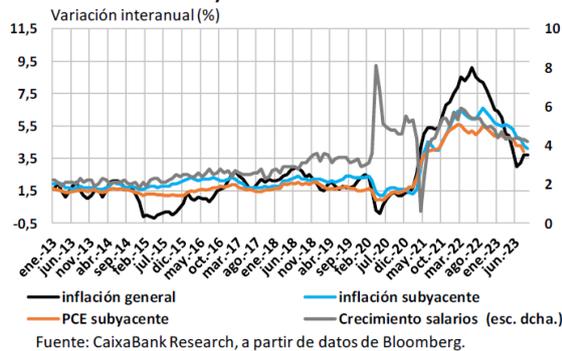
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: crecimiento del PIB real



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

EE. UU.: inflación y salarios



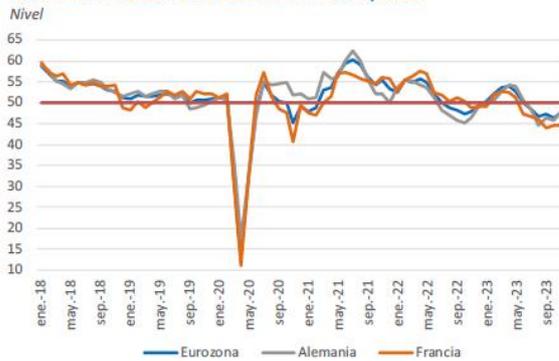
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

EE. UU.: expectativas de inflación a 5 años dentro de 5 años



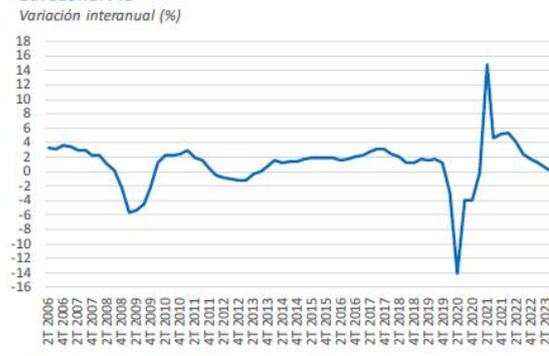
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de la Reserva Federal.

Eurozona: indicador de actividad PMI compuesto



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

Eurozona: PIB



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

Eurozona: IPC armonizado



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

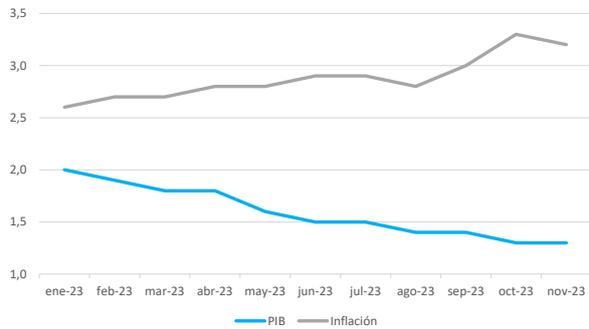
Expectativas de inflación de mercado para la eurozona



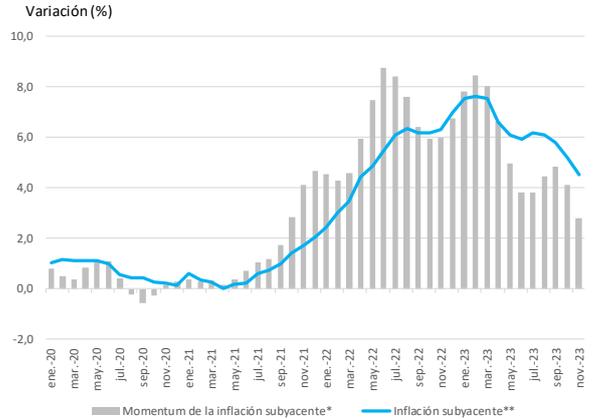
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Bloomberg.

España: Previsiones consenso analistas para 2024

Variación anual (%)



Inflación subyacente y su momentum



Nota: (*) El momentum de la inflación subyacente es la variación móvil de los últimos tres meses sobre los tres meses anteriores. (**) La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía. La inflación núcleo excluye alimentos y energía.

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

Consumo en el conjunto de España



Gasto y reintegros con tarjetas emitidas por Caixa y gasto de extranjeros en TPV CaixaBank*

Variación interanual	Semanas de noviembre										
	2T 2023	3T 2023	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	nov-23	1/11-7/11	8/11-14/11	15/11-21/11	22/11-30/11
Tarjetas españolas	5,0%	5,5%	5,5%	5,0%	6,0%	3,8%	7,0%	8,0%	5,5%	8,2%	6,6%
Consumo presencial (exc. reintegros)	6,6%	7,9%	7,6%	7,4%	8,7%	5,2%	7,2%	8,9%	6,8%	7,3%	6,3%
• Bienes de 1ª necesidad	18%	17%	17%	18%	16%	11%	11%	15%	11%	11%	10%
• Retail	1,6%	3,0%	6,9%	0,3%	1,2%	-4,4%	2,3%	13%	4,3%	-1,4%	-2,3%
• Transporte	-13%	-4,8%	-10%	-2,8%	-1,0%	1,0%	-2,6%	-4,3%	-2,9%	-1,7%	-1,9%
• Ocio y restauración	12%	12%	12%	10%	15%	4,1%	11%	7,4%	10%	15%	13%
• Turismo (alojamiento, agencias...)	1,1%	-0,2%	1,3%	-2,3%	1,0%	-1,8%	-0,9%	-4,0%	-0,5%	-0,5%	1,3%
Reintegros	0,1%	-2,9%	-3,1%	-2,8%	-2,7%	-3,9%	0,3%	-0,3%	-3,4%	0,9%	2,7%
e-commerce	8,4%	12%	13%	10%	12%	12%	16%	20%	14%	19%	12%
Tarjetas extranjeras	18%	13%	13%	11%	17%	19%	20%	21%	20%	21%	19%
Consumo presencial (exc. reintegros)	18%	12%	11%	10%	16%	18%	19%	20%	15%	18%	21%
Reintegros	-11%	-15%	-12%	-19%	-14%	-7,9%	-11%	-7,7%	-11%	-11%	-14%
e-commerce	26%	31%	34%	27%	32%	37%	35%	35%	52%	44%	20%
Total españolas y extranjeras	7,1%	7,1%	7,0%	6,2%	8,0%	6,2%	8,5%	10%	7,2%	10%	7,8%

Nota: (*) En el caso de las tarjetas extranjeras también se incluyen los reintegros en cajeros de CaixaBank. Se excluyen los clientes y TPV provenientes o compartidos con Bankia.
 (**) La línea discontinua muestra la tasa interanual semanal sin media móvil.
 Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos internos de CaixaBank.