

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

Noviembre 2023

El consumo tira de la economía española

Oriol Aspachs, Director de Economía Española en CaixaBank Research

La situación en Oriente Medio centra la atención. De momento, la incidencia del conflicto se mantiene localizada, por lo que la respuesta de los mercados ha sido moderada y no se han observado movimientos significativos en los precios de las materias primas o huidas hacia activos de refugio. No obstante, las cotizaciones se han mantenido volátiles ante la elevada incertidumbre del entorno, así como por el riesgo de que una extensión del conflicto a más países tuviera mayores repercusiones sobre la producción y el tránsito comercial de algunas materias energéticas. Mientras el precio del barril de Brent ha tenido un comportamiento de ida y vuelta y finalizó el mes de octubre sobre los niveles de comienzo de mes, el precio del gas natural (el TTF holandés) se encareció hasta niveles de hace ocho meses pero por razones no relacionadas directamente con el conflicto entre Israel y Hamas.

Debilidad en la eurozona, resistencia en EE.UU. y China. En la eurozona, el PIB se contrajo un 0,1% en el 3T, y los primeros datos del 4T muestran que la debilidad se mantiene o incluso podría estar aumentando en el tramo final del año. En cambio, en EE. UU. el PIB creció un sorprendente 1,2% intertrimestral, más que

duplicando el ritmo de crecimiento del primer semestre del año. Destaca en particular el dinamismo del consumo privado, aparentemente inmune al tensionamiento de las condiciones macro-financieras. También crecieron con fuerza el consumo público y la inversión residencial, lo que sugiere que el dinamismo de la economía americana es sólido. En China, el crecimiento superó las expectativas y avanzó un 1,3% intertrimestral, también en parte gracias al dinamismo del consumo privado. Sin embargo, los riesgos sobre el crecimiento económico del país persisten, sobre todo por el ajuste que está llevando a cabo el sector inmobiliario.

Los bancos centrales se toman una pausa pero advierten que mantendrán la política restrictiva el tiempo que sea necesario. Después de más de un año de subidas de los tipos de interés y del tensionamiento de las condiciones financieras, la inflación de las principales economías avanzadas ya ofrece signos claros de enfriamiento. Aunque todavía se encuentra por encima de los niveles deseables por sus respectivas autoridades monetarias, el hecho de que la desinflación haya sido notable y sostenida fue clave para que los principales bancos centrales decidieran poner en pausa el ciclo de subida de tasas en sus últimas reuniones. Con todo, todavía están lejos de dar por terminada la lucha contra la inflación y, en este sentido, reiteraron un sesgo restrictivo y la intención de mantener los tipos elevados por un buen tiempo. Así, el BCE y la Fed dejaron sin cambios los tipos de interés. Aunque la Fed dejó la puerta abierta a subidas adicionales dada la fortaleza de la economía estadounidense, los mercados financieros interpretaron que las pausas ponían fin al ciclo de subidas de tipos a los dos lados del Atlántico y esperan que los tipos podrían empezar a bajar durante el primer semestre de 2024 en EE.UU., y alrededor del próximo verano en la eurozona.

El proceso desinflacionista sigue en marcha. Las cifras de octubre resaltan una buena marcha del proceso desinflacionista y refuerzan la perspectiva de que la inflación quedará doblada en el 3% estos próximos meses. En la eurozona, la inflación general se situó en el 2,9% en octubre (vs. 4,2% en setiembre), una cifra mejor a lo proyectado por el consenso de analistas, mientras la inflación núcleo se redujo 0,3 p.p. y se situó en el 4,2%. La caída de octubre reflejó un fuerte efecto base

de los precios energéticos (que registraron una caída del 11,1% interanual, deshaciendo el tensionamiento energético vivido en otoño de 2022), pero es destacable que en todo el resto de componentes también se observó una desaceleración sostenida de la inflación, como en los bienes industriales (-0,6 p. p.) y los servicios (-0,1 p. p.). En el conjunto de la eurozona no se veían niveles de inflación tan bajos desde verano de 2021. Además, estas buenas cifras de octubre se ven reforzadas por las estimaciones desestacionalizadas del IPCA que publica el BCE, que sitúan la inflación intermensual anualizada en el -0,1% (general) y el 1,2% (núcleo) en octubre. En EE. UU., en septiembre la inflación general se mantuvo en el 3,7% mientras que la inflación núcleo cayó 2 décimas, hasta el 4,1%.

La economía española se desacelera lastrada por la debilidad de la demanda externa. El PIB creció un 0,3% intertrimestral en el 3T 2023 (1,8% interanual), una décima menos que el trimestre anterior y el menor ritmo de avance desde el 1T 2022, si bien la economía española ha exhibido un mejor comportamiento que las grandes economías europeas. La demanda interna ha ido tomando el relevo a la externa como motor de crecimiento, en especial el consumo privado, que, apoyado en la contención de la inflación y la fortaleza del mercado laboral, ha recuperado finalmente los niveles prepandemia. En cambio, la demanda externa restó 0,4 p. p. al crecimiento intertrimestral del PIB, ya que las exportaciones cayeron con más intensidad que las importaciones.

El consumo tira de la economía española. Los últimos datos disponibles siguen ofreciendo un mensaje globalmente positivo, aunque se aprecian algunos matices importantes. Según el Monitor de consumo en tiempo real de CaixaBank Research, el gasto presencial y online realizado con tarjetas de CaixaBank y los reintegros crecieron un 3,8% interanual en octubre. Un ritmo de avance notable, aunque algo inferior al 5,5% registrado en el 3T. Durante el próximo año es probable que el consumo se consolide como el principal sostén de la economía española. Por un lado, algunos de los factores que han limitado su recuperación hasta la fecha posiblemente irán de más a menos. La inflación, por ejemplo, debería consolidar una trayectoria descendente, y los tipos de interés de referencia del BCE es probable que empiecen a

bajar a partir de mediados de 2024. En este contexto, el Euríbor a 12 meses podría haber tocado techo ya, y durante el próximo año las expectativas de mercado apuntan a que podría moderarse hasta cerrar alrededor del 3%. Por último, a pesar de las dificultades del momento, la posición financiera de las familias se encuentra menos tensionada de lo que se esperaba hace unos trimestres. La renta bruta de las familias registró una tasa de crecimiento histórica en el segundo trimestre, y la tasa de ahorro se situó por encima del 10% de la renta de los hogares.

El mercado laboral se comportó mejor de lo previsto en el 3T pero muestra señales de debilidad en octubre. Los datos de la EPA del 3T 2023 han sorprendido positivamente por el notable aumento de los ocupados y de la población activa. La ocupación aumentó en 209.100 personas, una cifra que mejora los registros del pasado año (+77.700) y del promedio de los 3T en 2014-19 (+174.800). Con este dato, la tasa de ocupación (porcentaje de ocupados sobre la población de 20 a 64 años) alcanza máximos históricos y se sitúa en el 71,4%. Sin embargo, los datos de octubre sugieren que el ritmo de creación de empleo se estaría debilitando en el tramo final del año.

La inflación general frena la escalada iniciada este verano y se mantiene en el 3,5% en octubre. Por su parte, la inflación subyacente (excluye energía y alimentos no elaborados) se moderó considerablemente, al situarse en el 5,2% (vs. 5,8% en septiembre), su mayor caída en 6 meses. En conjunto, estos datos sugieren que las presiones inflacionistas de fondo se van moderando gradualmente.

El sector turístico cerró la temporada de verano con excelentes registros. En el periodo julio-septiembre llegaron a nuestro país 29 millones de turistas extranjeros, que gastaron 38.597 millones de euros, lo que supone crecimientos del 12,9% y del 19,4% interanual, respectivamente. Respecto a los niveles prepandemia, la llegada de turistas supera en un 0,7% la cifra de 2019, mientras que el gasto se sitúa un 16,0% por encima. Las pernoctaciones en alojamientos turísticos se sitúan un 0,5% por encima de las del verano de 2019: el turismo internacional continuó mejorando y alcanzó un nivel de pernoctaciones solo

un 1,5% inferior, mientras que el turismo doméstico alcanzó un volumen un 3,7% superior.

La especialización sectorial penaliza la productividad de la economía española.

La productividad del trabajo en España aumentó un 9,3% entre 2010 y 2019 (un 1,0% anual en promedio). Sin embargo, tanto el nivel de la productividad como su ritmo de crecimiento siguen siendo modestos en comparación con otros países de la eurozona. En Alemania, el aumento de la productividad en este periodo fue del 16,7%, por lo que el diferencial de productividad de España respecto a Alemania se ha deteriorado: si en 2010 la productividad en España era un 23,4% inferior a la alemana, en 2019 este diferencial alcanzó el 28,2%. Si descomponemos el diferencial de la productividad entre España y Alemania en 2019 entre (i) la diferencia de la productividad dentro de cada sector (margen intensivo) y (ii) la diferencia en el peso de los distintos sectores de actividad (margen extensivo), observamos que gran parte de la diferencia se explica por la menor productividad de la mayoría de los sectores de actividad españoles (las únicas excepciones son la hostelería, el transporte y la logística, y el suministro de energía, sectores en los que la productividad laboral en España es superior a la alemana). Con todo, el peso relativo de los distintos sectores de actividad también juega un papel relevante, explican un 29% del diferencial de productividad entre los dos países.

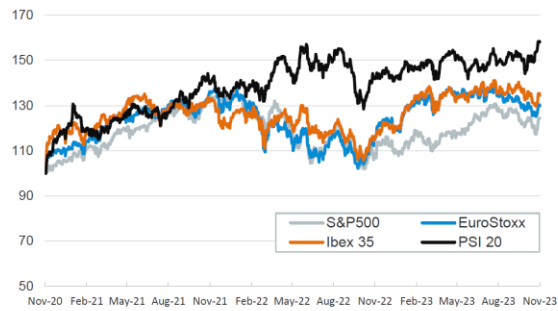
Oriol Aspachs
Noviembre de 2023

Con la colaboración de:

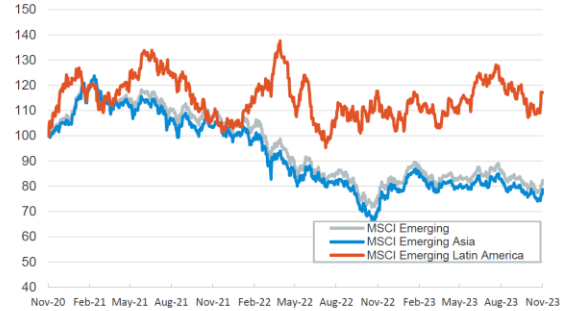


Main advanced stock markets

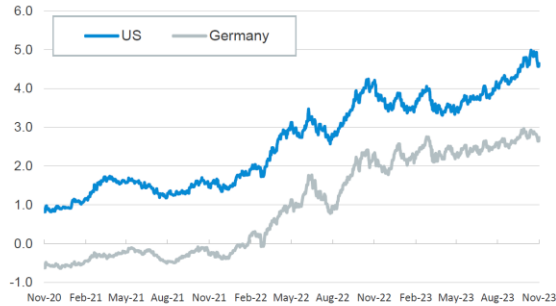
Index (100=Three years ago)


Emerging economies stock markets

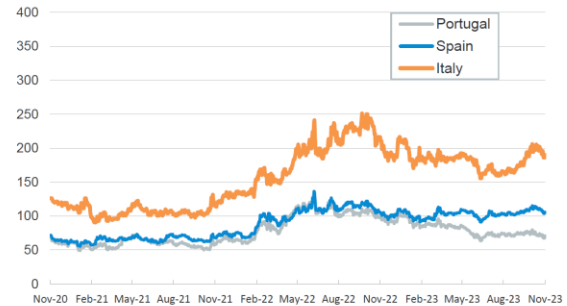
Index (100=Three years ago)


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

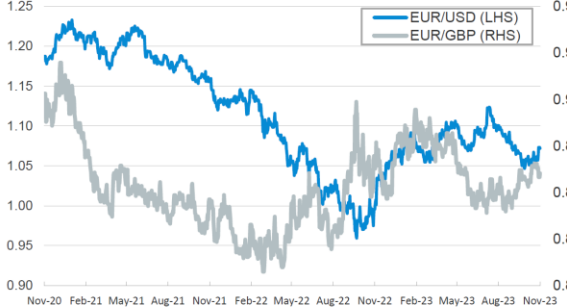
(%)


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)

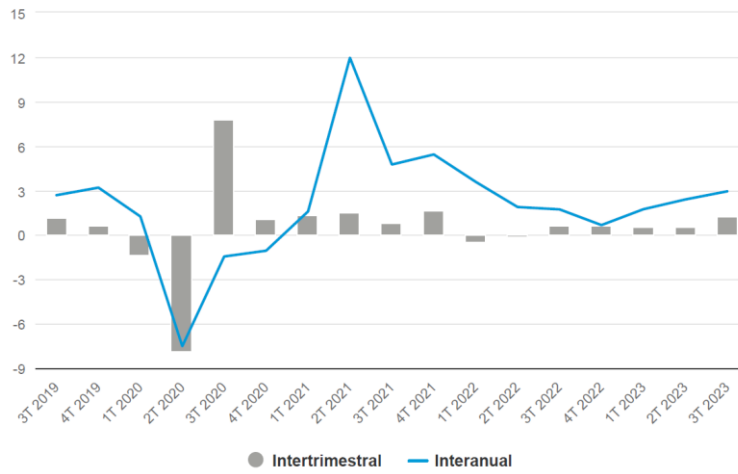

Dutch TTF Natural gas price

(€/MWh)



EE. UU.: PIB

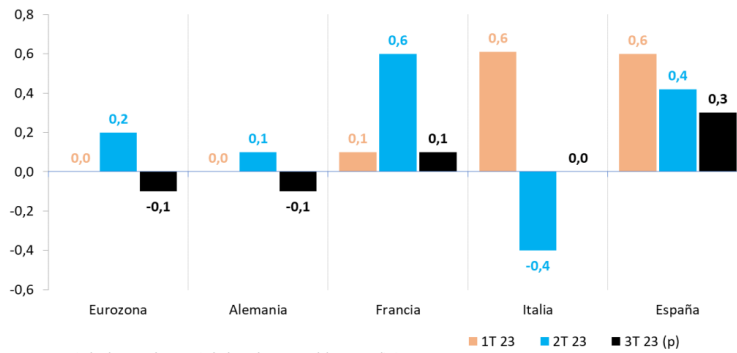
Variación (%)



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

Evolución del PIB

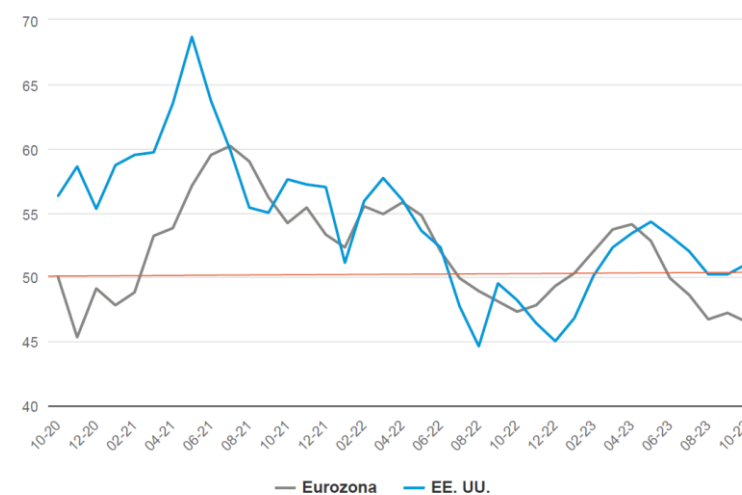
Variación trimestral (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat. (p) Datos preliminares

Eurozona y EE. UU.: PMI compuesto

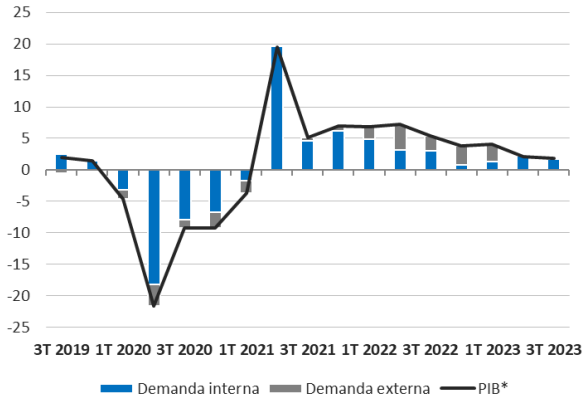
Nivel



Nota: Los datos del último mes corresponden a la estimación *flash*.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

España: PIB

Contribución al crecimiento interanual (p. p.)

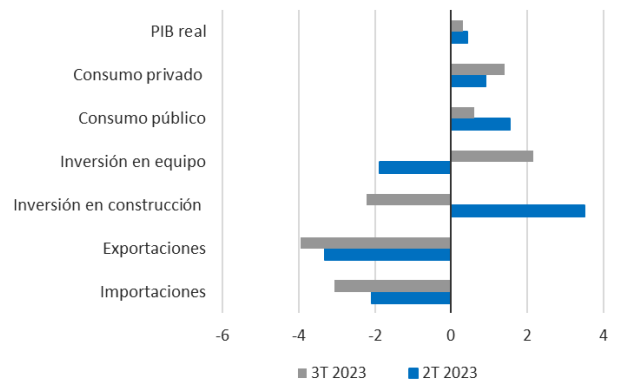


Nota: * Variación interanual (%).

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

España: componentes de demanda

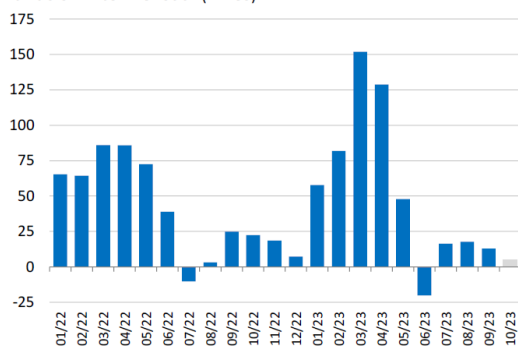
Variación intertrimestral (%)



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

Afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles)

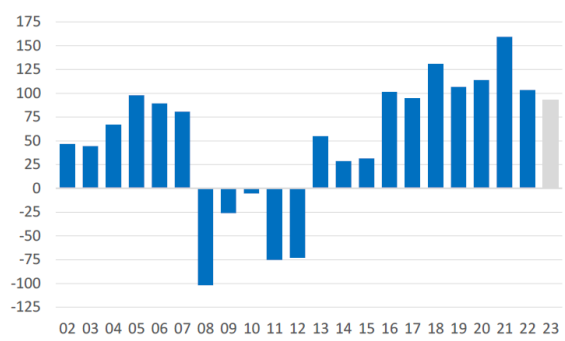


Nota: *Serie desestacionalizada.

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

Variación mensual de afiliados en octubre

Miles

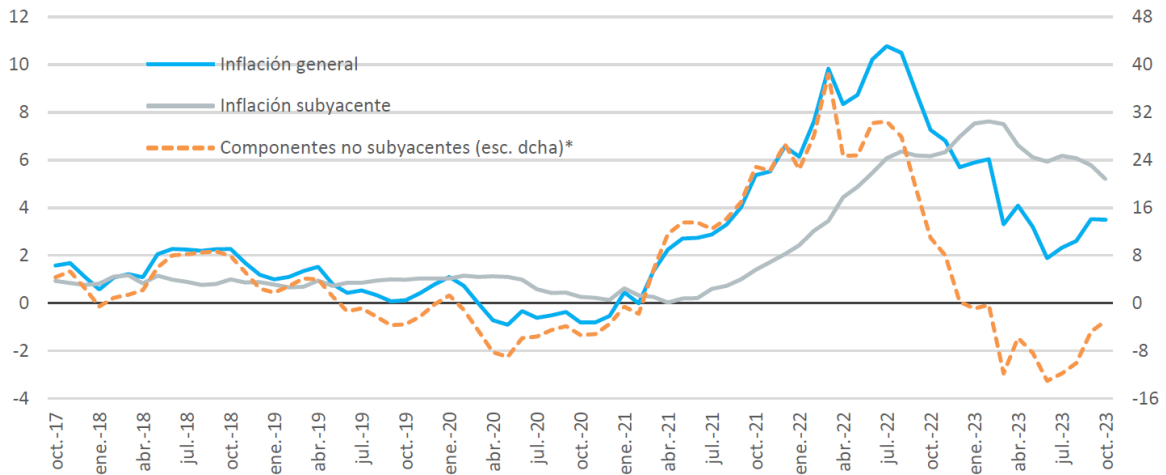


Nota: Datos sin desestacionalizar.

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

Evolución del IPC

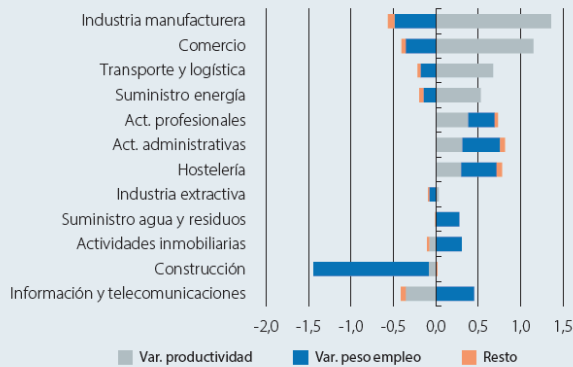
Variación interanual (%)



Nota: (*) Agregado de alimentos no elaborados y productos energéticos. Se calcula descontando el componente subyacente del IPC.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Contribución de cada factor y sector al incremento de productividad total entre 2010 y 2019

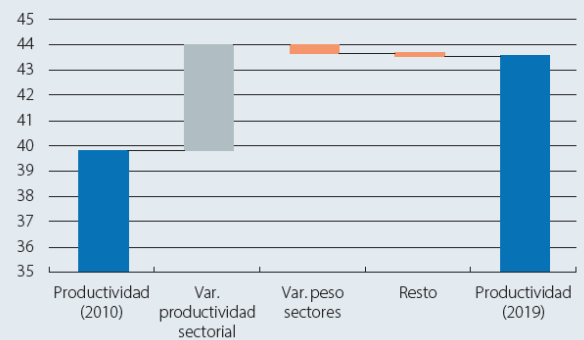
(p. p.)



Nota: El incremento de productividad entre 2010 y 2019 fue del 9,3%. Este gráfico muestra la contribución de cada factor y sector de actividad a esta variación.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

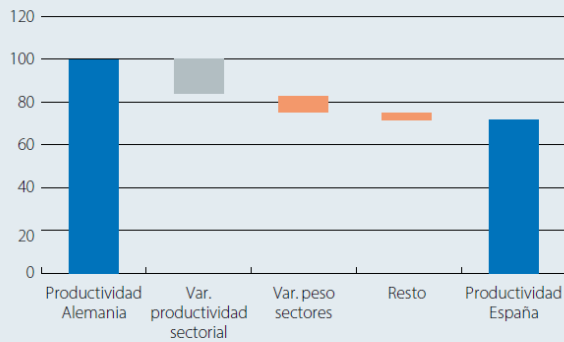
España: descomposición del incremento de la productividad entre 2010 y 2019

(Euros por trabajador)



Nota: Se descompone el incremento de la productividad entre 2010 y 2019 entre (1) la variación de la productividad dentro de cada sector (margen intensivo) y (2) la variación del peso de los distintos sectores de actividad (margen extensivo).
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

España y Alemania: descomposición del diferencial de productividad en 2019 (Euros por trabajador)



Nota: Se descompone el diferencial de la productividad entre España y Alemania entre (1) la diferencia de productividad de cada sector (margen intensivo) y (2) la diferencia del peso de los distintos sectores de actividad (margen extensivo).

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

Consumo en el conjunto de España

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

Variación interanual	2T 2023	3T 2023	jun-23	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23	1/10-7/10	8/10-14/10	15/10-21/10	22/10-31/10
Tarjetas españolas	5.0%	5.5%	3.3%	5.5%	5.0%	6.0%	3.8%	4.1%	3.6%	4.5%	3.2%
Consumo presencial (exc. reintegros)	6.6%	7.9%	4.4%	7.6%	7.4%	8.7%	5.2%	6.1%	7.9%	6.6%	1.8%
• Bienes de 1ª necesidad	18%	17%	14%	17%	18%	16%	11%	13%	13%	12%	7.9%
• Retail	1.6%	3.0%	3.4%	6.9%	0.3%	1.2%	-4.4%	-10%	-4.9%	0.8%	-3.2%
• Transporte	-13%	-4.8%	-17%	-10%	-2.8%	-1.0%	1.0%	2.7%	3.0%	1.4%	-2.0%
• Ocio y restauración	12%	12%	10%	12%	10%	15%	4.1%	13%	15%	5.2%	-10%
• Turismo (alojamiento, agencias...)	1.1%	-0.2%	-5.1%	1.3%	-2.3%	1.0%	-1.8%	0.9%	16%	-0.6%	-17%
Reintegros	0.1%	-2.9%	0.5%	-3.1%	-2.8%	-2.7%	-3.9%	-4.4%	-5.5%	-4.7%	-2.2%
e-commerce	8.4%	12%	5.0%	13%	10%	12%	12%	14%	5.0%	10%	17%
Tarjetas extranjeras	18%	13%	13%	13%	11%	17%	19%	22%	17%	19%	19%
Consumo presencial (exc. reintegros)	18%	12%	13%	11%	10%	16%	18%	20%	16%	17%	17%
Reintegros	-11%	-15%	-13%	-12%	-19%	-14%	-7.9%	-8.9%	-13%	-10%	-1.3%
e-commerce	26%	31%	22%	34%	27%	32%	37%	41%	30%	40%	38%
Total españolas y extranjeras	7.1%	7.1%	5.0%	7.0%	6.2%	8.0%	6.2%	6.8%	5.7%	7.0%	5.6%

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.