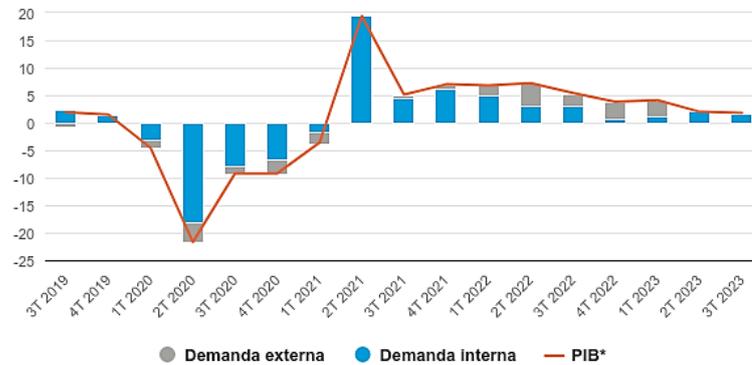


Economía española

El crecimiento del PIB de España se modera en el 3T 2023 ante la desaceleración de la demanda externa. Así, en el 3T 2023 el PIB creció un 0,3% intertrimestral (1,8% interanual), tras el 0,4% del 2T (revisado 0,1 p. p. a la baja). Por componentes, el consumo privado creció un notable 1,4% intertrimestral (1,0% interanual), y supera por primera vez su nivel prepandemia del 4T 2019 (en un 0,3%). Asimismo, el consumo público avanzó un 0,6% intertrimestral, mientras que la inversión retrocedió un 0,4% intertrimestral. La caída de la inversión se debe, principalmente, a la inversión en construcción, que descendió un 2,2% intertrimestral, frente al avance del 2,2% de la inversión en equipo. Por su parte, tanto las exportaciones como las importaciones retrocedieron, aunque las primeras más que las segundas (-4,0% intertrimestral las exportaciones, frente a un -3,1% las importaciones). De este modo, en el 3T 2023 el PIB creció aupado por la demanda interna, que aportó 0,7 p. p. al crecimiento del PIB, frente a una demanda externa que restó 0,4 p. p.

España: PIB y demanda

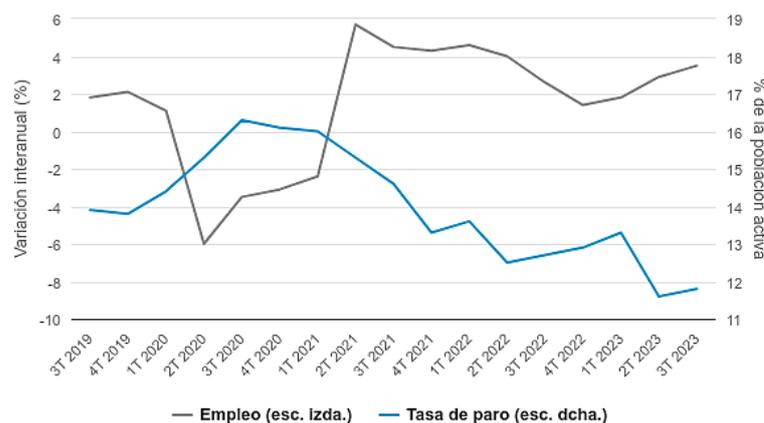
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



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

Sorpresa positiva en la EPA del 3T. Según la EPA, la ocupación aumentó en el 3T 2023 en 209.000 personas, mejorando los registros del 3T del año pasado (+78.000) y el promedio de los 3T del periodo 2014-2019 (+175.000). Además, en términos desestacionalizados, el empleo crece un 0,75% intertrimestral, frente al 1,3% anterior, una desaceleración más moderada de lo que esperábamos y de lo mostrado por la afiliación (0,2% vs. 1,4%). Por su parte, continúa creciendo la contratación indefinida y la tasa de temporalidad se mantiene en mínimos históricos (17,3%). En cuanto al paro, aumenta en 93.000 personas, frente a la habitual caída que se registra en un 3T (-185.000 en media del 2014-2019), fruto del extraordinario aumento de activos (+302.000, un 2,5% interanual); en consecuencia, el total de parados sube hasta 2,85 millones, el 11,8% de la población activa (11,6% anterior) (véase la [Nota Breve](#)).

España: mercado de trabajo



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

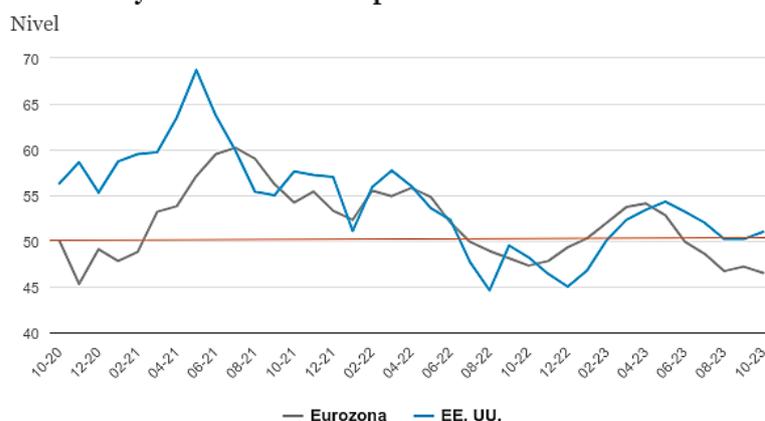
El mercado inmobiliario español empieza a acusar de manera más marcada la subida de tipos. En agosto se realizaron 49.252 compraventas de vivienda, un 14,4% menos que el mismo mes del año anterior. Por segmentos, las compraventas han caído en términos interanuales, tanto en vivienda nueva como, de manera más intensa, en la de segunda mano (-7,3% y -15,9%, respectivamente). Tras un primer semestre con descensos moderados en las compraventas (-4,5% interanual), en el promedio de julio y agosto las caídas se han intensificado hasta ritmos del -12,5% interanual. Esta evolución puede estar reflejando que la subida de tipos empieza a filtrarse en el mercado.

La morosidad en España siguió contenida en agosto. La tasa de morosidad del sector privado apenas aumentó en agosto respecto a julio (3,56% vs. 3,50% en julio). Este comportamiento se debe al descenso del *stock* de crédito (-11.200 millones de euros respecto a julio), así como a un pequeño repunte del volumen de dudosos (+327 millones de euros respecto a julio), que, no obstante, cae en términos interanuales un 10,9%.

Economía internacional

La desaceleración económica de la eurozona se intensifica en el inicio del 4T. De hecho, la encuesta de clima empresarial PMI para la eurozona volvió a caer en octubre y se reafirma en valores compatibles con caídas de la actividad (46,5 vs. 47,2), debido a la intensificación de la crisis en manufacturas (43,0 vs. 43,4) y al progresivo deterioro del sector servicios (47,8 vs. 48,7). Por países, la actividad tanto en Alemania (45,8 vs. 46,4) como en Francia (45,3 vs. 44,1) se muestra bastante debilitada, si bien el deterioro sufrido por la actividad desde el verano ha sido más intenso en el caso de Alemania, donde el Ifo, además, sigue instalado en octubre en niveles compatibles con una economía en recesión (86,9 vs. 85,8). En consecuencia, estos datos aumentan el riesgo de que veamos una caída del PIB en la eurozona a finales de año, arrastrado por la debilidad de Alemania.

Eurozona y EE. UU.: PMI compuesto

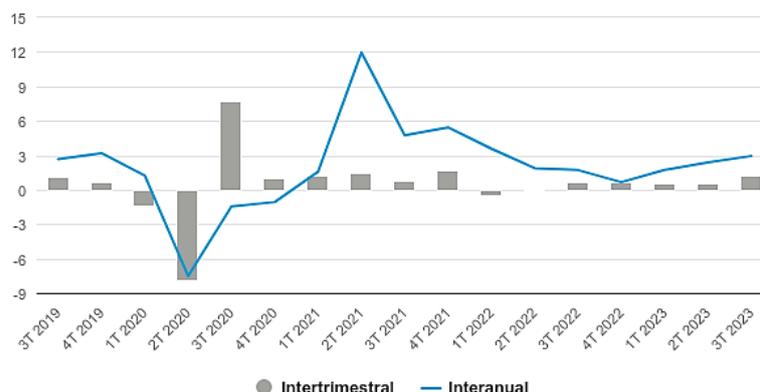


Nota: Los datos del último mes corresponden a la estimación *flash*.
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Markit.

La economía de EE. UU. se muestra, por el momento, inmune al entorno de elevados tipos de interés. Según datos preliminares, el PIB creció un notable 1,2% intertrimestral en el 3T 2023, más del doble que el promedio de la primera mitad de año (+0,5%) y ligeramente por encima de lo esperado por el consenso de analistas (+1,1%). Este impulso implica un crecimiento anualizado del 4,9%, confirmando el dinamismo de la economía y, además, la composición del PIB lanza un mensaje de solidez (el consumo privado creció un 1,0%; el consumo público, un 1,1%, y la inversión residencial aumentó un 1,0%, tras nueve trimestres consecutivos de retrocesos). Asimismo, los datos disponibles para el 4T apuntan a que la economía podría seguir creciendo en el cierre del año, si bien a un ritmo más moderado. En concreto, el indicador de clima industrial PMI repunta en octubre, tanto en el sector de servicios como en el de manufacturas, superando, en ambos casos, el umbral de 50, hasta niveles compatibles con crecimientos positivos pero débiles. La evolución seguida por el PMI en los últimos meses, en especial el agotamiento que está sufriendo el sector servicios, nos lleva a anticipar cierta desaceleración del crecimiento económico en EE. UU. como consecuencia de unas condiciones financieras que se han tensionado de forma abrupta desde la primera mitad de 2022 (véase la [Nota Breve](#)).

EE. UU.: PIB

Variación (%)



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

Mercados financieros

El BCE mantiene los tipos y reitera la perspectiva de una política restrictiva por un buen tiempo. El BCE exhibió un tono relativamente positivo en su reunión de octubre en la que, por primera vez desde julio de 2022, no tocó los tipos de interés y los mantuvo en los niveles fijados en septiembre (*depo* al 4,00% y *refi* al 4,50%). Tampoco realizó, ni insinuó, cambios en otras herramientas, como el PEPP o los requisitos mínimos de reservas: de hecho, en la rueda de prensa Lagarde dijo que ni se llegó a discutir sobre ajustar estos instrumentos. Este relativo optimismo del BCE fue reflejo de una mayor confianza en la lucha contra la inflación, mientras que, respecto a la actividad económica, el BCE apuntó a debilidad y pobres perspectivas para los próximos meses. Aunque el banco central también valoró positivamente la transmisión de su endurecimiento monetario, recordó que las previsiones de inflación siguen apuntando a inflaciones demasiado elevadas durante demasiado tiempo y reiteró su intención de mantener una política monetaria restrictiva por un buen periodo. Por último, y en referencia a la guerra de Gaza, el BCE reconoció un aumento de la incertidumbre, pero también remarcó que, ahora, en una economía europea con tipos de interés altos y actividad debilitada, el impacto sobre la inflación de un posible *shock* energético no sería comparable al sufrido por la guerra en Ucrania (véase la [Nota Breve](#)).

El repunte mostrado por los tipos de interés a lo largo de la curva reduce la probabilidad de nuevas subidas de tipos de interés por parte de la Fed. De hecho, los miembros del FOMC en sus últimas apariciones públicas se han mostrado más favorables a mantenerlos en su intervalo actual (5,25%-5,50%), animados, principalmente, por el repunte que los tipos de interés soberanos han mostrado en las últimas semanas. Según declaraciones del presidente Jerome Powell, secundadas por otros miembros del FOMC, este aumento de la rentabilidad soberana reduce la necesidad de endurecer más la política monetaria. Pensamos, además, que la ventana que tiene la Fed para subir algo más los tipos de interés oficiales es cada vez más pequeña. Con una inflación que sigue descendiendo y unas perspectivas de que la actividad económica desacelere en los próximos meses, creemos que la probabilidad de ver nuevas subidas de tipos es cada vez menor (los mercados también se están ajustando a la baja y la probabilidad asignada a una subida de tipos para lo que queda de año apenas supera el 20%). En cualquier caso, lo que parece claro es que el entorno de tipos de interés elevados se mantendrá durante un buen tiempo, un mensaje en el que, seguro, Jerome Powell querrá insistir en la rueda de prensa del miércoles. (véase la [Nota Breve](#)).

Volatilidad en los mercados financieros a la espera de la decisión de la Fed en su reunión del 1 de noviembre. En EE. UU. los movimientos alcistas de los *treasuries* han reflejado la expectativa de los inversores a que la Fed mantenga los tipos de interés elevados ante datos económicos fuertes (véase la noticia de Economía internacional), pero con dudas en cuanto a la duración. Más allá del «más altas por más tiempo», quizás ahora la pregunta es «cuán más altas y por cuánto tiempo más». Así, las rentabilidades de los soberanos americanos tuvieron un repunte importante en la semana, especialmente en los tramos medios de la curva, con el *treasury* a 10 años llegando a superar el 5% y experimentando movimientos de hasta 15 p. b. en una sola sesión, si bien a final de semana este movimiento se revirtió

en parte. Estos tipos al alza, sumados a unos resultados peores de lo esperado de las grandes compañías tecnológicas americanas, lastraron a las bolsas americanas, que cierran la semana en rojo. En la eurozona, al contrario, las rentabilidades soberanas mostraron una tendencia bajista en respuesta a las evidencias de ralentización en la región, si bien las caídas de las TIR se vieron contenidas tras la decisión del BCE de mantener tipos y las posteriores declaraciones que apuntaban a tipos más altos por el tiempo que sea necesario (véase la noticia de bancos centrales). En este contexto, el dólar siguió fortaleciéndose frente a sus principales contrapartes, manteniendo al euro por debajo de los 1,06 dólares por euro. En Asia, la frágil situación financiera del sector inmobiliario chino sigue arrastrando a las bolsas chinas a la baja y llegaron a cotizar en su nivel más bajo desde antes de la pandemia. El anuncio del Gobierno de un plan fiscal por 1 billón de yuanes (137.000 millones de dólares) sirvió como impulso a las bolsas, que lograron cerrar en positivo la semana. Por su parte, las perspectivas de desaceleración global siguen pesando en la cotización del crudo que, pese a las tensiones en Oriente Medio, acumula una caída en la semana cercana al 5,0%.

		26-10-23	20-10-23	Var. semanal	Acumulado 2023	Var. interanual
Tipos		(puntos básicos)				
Tipos 3 meses	Eurozona (Euribor)	3,95	3,97	-2	182	235
	EE. UU. (SOFR)	5,39	5,40	-1	80	130
Tipos 12 meses	Eurozona (Euribor)	4,13	4,19	-6	84	146
	EE. UU. (SOFR)	5,40	5,44	-4	53	70
Tipos 10 años	Alemania	2,86	2,89	-3	42	90
	EE. UU.	4,84	4,91	-7	97	92
	España	3,97	4,00	-3	45	96
	Portugal	3,58	3,61	-3	15	64
Prima de riesgo (10 años)	España	111	111	0	3	6
	Portugal	72	72	0	-28	-26
Renta variable		(porcentaje)				
S&P 500		4.137	4.224	-2,1%	7,8%	8,7%
Euro Stoxx 50		4.049	4.025	0,6%	6,7%	12,3%
IBEX 35		8.963	9.029	-0,7%	7,7%	13,2%
PSI 20		6.185	6.039	2,4%	8,0%	9,0%
MSCI emergentes		911	926	-1,6%	-4,8%	6,0%
Divisas		(porcentaje)				
EUR/USD	dólares por euro	1,056	1,059	-0,3%	-1,3%	6,0%
EUR/GBP	libras por euro	0,871	0,871	0,0%	-1,6%	1,1%
USD/CNY	yuanes por dólar	7,317	7,315	0,0%	6,1%	1,2%
USD/MXN	pesos por dólar	18,154	18,238	-0,5%	-6,9%	-8,5%
Materias Primas		(porcentaje)				
Índice global		104,6	105,8	-1,1%	-7,3%	-7,6%
Brent a un mes	\$/barril	87,9	92,2	-4,6%	2,4%	-9,3%
Gas n. a un mes	€/MWh	50,8	51,1	-0,6%	-33,4%	-52,7%

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